

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A APLICABILIDADE DAS TEORIAS CLÁSSICAS DE
ESTRUTURA DE CAPITAL NO CASO BRASILEIRO**

PEDRO OLIVEIRA LIMA
Matrícula nº: 114063037

ORIENTADORA: Prof. Ana Cristina Reif

JANEIRO 2019

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

A APLICABILIDADE DAS TEORIAS CLÁSSICAS DE ESTRUTURA DE CAPITAL NO CASO BRASILEIRO

PEDRO OLIVEIRA LIMA
Matrícula nº: 114063037

ORIENTADORA: Prof. Ana Cristina Reif

JANEIRO 2019

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, pois sem ele nenhuma conquista é possível. Agradeço também à minha família, amigos, minha namorada e à minha orientadora, que me ajudaram em todos os momentos de dificuldade durante a realização deste trabalho.

RESUMO

Como objetivo deste trabalho, pretende-se, com base em resenha de literatura teórica e empírica, avaliar a importância da combinação das teorias de *trade-off* e *pecking order*, com fatores institucionais e de oferta de crédito no Brasil para compreender as decisões de financiamento das empresas brasileiras. O trabalho terá início com uma análise da variável investimento, particularmente o investimento fixo por parte das empresas, responsável pelo aumento na escala de produção e geração de lucros. Serão apresentados os mercados nos quais as empresas buscam financiamento e os tipos de operações disponíveis no mercado brasileiro. O trabalho seguirá com uma apresentação das teorias de *trade-off* e *pecking order*, duas das principais teorias formalizadas para explicação da estrutura de capital das empresas no âmbito das finanças corporativas. Os dados em relação à realidade brasileira serão apresentados, utilizando uma janela intertemporal a partir dos anos 2000 até 2018, indicando a relação entre PIB, nível de confiança, investimentos e as diferentes formas de captação no Brasil. Por fim, o trabalho avaliará se as teorias de *trade-off* e *pecking order* conseguem ser aplicadas à realidade das empresas brasileiras, usando o referencial teórico do capítulo 1, os dados do capítulo 2 e estudos que explicitam a análise de elementos externos à firma, como a oferta de crédito e fatores institucionais, com o mesmo objetivo que o presente trabalho. A conclusão final é a de que as teorias clássicas mencionadas no início desse texto não levam em consideração fatores institucionais específicos a cada país, que no caso brasileiro são o crédito direcionado via BNDES e o subdesenvolvimento no mercado de capitais, fatores esses que, apesar de externos à firma, influenciam diretamente suas decisões de financiamento e devem ser incluídos na análise.

SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS e CONVENÇÕES

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CDI – Certificado de Depósito Interbancário

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

IPO – *Initial Public Offer*

ICEI - Índice De Confiança ao Empresário Industrial

FBKF - Formação Bruta de Capital Fixo

PIB – Produto Interno Bruto

CDB – Certificado de Depósito Bancário

LF – Letra Financeira

IR – Imposto de Renda

LTN – Letra do Tesouro Nacional

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

NYSE – *New York Stock Exchange*

B3 – Brasil, Bolsa e Balcão. (Bolsa de Valores de São Paulo)

PF – Pessoa Física

PJ – Pessoa Jurídica

CODEMEC – Comitê para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais

IBMEC – Instituto Brasileiro do Mercado de Capitais

PQO – Programa de Qualificação Operacional

EBITDA – *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*

IEDI - Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Relação esperada entre variáveis internas e nível de endividamento.....	23
Tabela 2: Comparação de aspectos entre crédito livre e direcionado.....	32
Tabela 3: Relação observada entre variáveis internas e nível de endividamento.....	45

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Composição patrimonial da empresa.....	18
Figura 2: Composição do Exigível – Empresas Abertas não Financeiras (Excluindo Vale e Petrobrás).....	49
Figura 3: Composição do Exigível – Empresas Fechadas não Financeiras	49

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Taxa de Crescimento Real do PIB brasileiro ao ano.....	26
Gráfico 2: Índice de Confiança do Empresário Industrial.....	27
Gráfico 3: Taxa de crescimento anual da formação bruta de capital fixo.....	28
Gráfico 4: Spread Médio nas operações de crédito para Pessoa Jurídica.....	29
Gráfico 5: Taxa SELIC anualizada.....	30
Gráfico 6: Taxa de juros média para Pessoa Jurídica.....	30
Gráfico 7: Total de concessão de crédito para pessoas jurídicas no Brasil.....	31
Gráfico 8: Origem de novas concessões de crédito no Brasil.....	31
Gráfico 9: Desembolsos BNDES ano a ano.....	33
Gráfico 10: Nível de financiamento via títulos de crédito no Brasil.....	35
Gráfico 11: Volume de emissão de Debêntures no Brasil.....	35
Gráfico 12: Volume de emissões de ações no Brasil.....	38
Gráfico 13: Número de investidores PF na Bolsa Brasileira.....	38
Gráfico 14: Composição do financiamento de investimentos de empresas e famílias.....	42

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	10
CAPÍTULO I – INVESTIMENTO E ESTRUTURA DE CAPITAL	12
I.1 – Decisões de investimento	12
I.2 – Fontes de recursos	14
I.3 – Estrutura de capital e teorias de decisão	17
CAPÍTULO II – EXPOSIÇÃO DOS DADOS DE FINANCIAMENTO NA REALIDADE BRASILEIRA	25
II.1 – Empréstimos junto aos bancos	28
II.2 – Bancos de desenvolvimento	31
II.3 – Financiamento via títulos de dívida	34
II.4 – Financiamento via títulos de propriedade	37
II.5 – Financiamento via lucro retido	40
CAPÍTULO III – PARTICULARIDADES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS NO BRASIL	43
III.1 – Comparação com as teorias clássicas	44
III.2 – Características estruturais: Oferta de crédito e fatores institucionais no Brasil	46
CONCLUSÃO.....	55
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	57

INTRODUÇÃO

Há pelo menos 60 anos a estrutura de capital das companhias vêm sendo objeto de estudo por parte de diversos entusiastas das finanças corporativas, com Modigliani e Miller tendo dado o primeiro passo significativo rumo a essa grande jornada teórica em 1958. Desde então, a busca por entender uma fórmula que maximize os benefícios relacionados à captação de recursos por terceiros vem sendo assunto central no âmbito das teorias de administração de recursos dentro das empresas.

Este trabalho aborda as duas principais teorias relacionadas à estrutura de capital das empresas: *trade-off* e *pecking order*. A primeira leva em conta os custos de falência de se tomar recursos emprestados e os benefícios fiscais trazidos pela mesma atividade, buscando uma estrutura ótima que maximizará o valor da companhia. A segunda leva em conta a assimetria de informações entre os administradores das empresas e agentes do mercado e o consequente custo incorrido em cada forma de financiamento, tendo como objetivo hierarquizar os custos de forma que a empresa dê preferência sempre à estratégia mais favorável.

Ao longo do primeiro capítulo deste trabalho, a teoria por trás do investimento como variável macroeconômica e a motivação das empresas em investir serão explicadas a partir de uma abordagem keynesiana. Após o primeiro passo, o âmbito dos mercados de crédito e de capitais será abordado, onde as empresas buscam o financiamento com recursos de terceiros. Por fim, o encerramento do capítulo expõe as premissas das teorias de *trade off* e *pecking order*.

O segundo capítulo é de exposição dos dados na realidade brasileira. Com dados recolhidos junto às instituições do sistema financeiro nacional e estatísticas, como o Banco Central, a ANBIMA, a B3 e o IBGE. Serão expostas as relações entre oferta de crédito, concessão, taxas de juros, confiança dos empresários e Produto Interno Bruto do país a partir dos anos 2000 até 2018 quando disponível. Além disso, também serão expostos dados em relação à emissão de títulos de dívida, propriedade e à atuação do BNDES no sistema de crédito brasileiro. Características relacionadas ao prazo médio, custo e *spread* aplicado também serão demonstradas neste capítulo.

O terceiro e último capítulo do trabalho faz um balanço entre as premissas teóricas apresentadas no capítulo 1 e os dados empíricos das empresas brasileiras retirados do capítulo 2. Através da utilização de trabalhos como Nakamura e Póvoa (2014), Albanez e Valle (2012),

Catib (2016), Tarantin Junior e Valle (2015) será possível observar que para o caso brasileiro, apenas as premissas das teorias clássicas de *trade-off* e *pecking order* não se mostram suficientes para compreender a estrutura de capital das empresas. Isso ocorre pois as teorias levam em conta que a escolha de financiamento das empresas é função apenas da proporção de dívida definida pelas mesmas, quando, na verdade, fatores externos, como a oferta de crédito disponível na economia, o acesso de cada empresa a todos os tipos de financiamento e fatores institucionais, como a presença de bancos de desenvolvimento, se mostram determinantes nas decisões de financiamento das empresas que operam no país e devem ser incluídos na análise de forma a facilitar a compreensão em relação às estruturas de capital das companhias.

CAPÍTULO I - INVESTIMENTO E ESTRUTURA DE CAPITAL

I.1 – Decisões de investimento

Neste trabalho serão tratadas as opções de financiamento escolhidas pelas empresas, que têm como objetivo final o investimento em bens de produção e a reprodução de seu ciclo produtivo, culminando no lucro final. Os investimentos fixos (ou brutos) na visão de Froyen (2010) são a parcela do investimento dedicada à produção de bens e ao consequente crescimento da demanda agregada e da renda, dando vida ao ciclo econômico de desenvolvimento. Apesar da relação negativa entre investimentos em produção e taxa de juros, como será visto, é possível observar que existem outros fatores que influenciam o nível de investimento.

De acordo com a teoria keynesiana, Wasques (2016) define o investimento como uma das variáveis mais voláteis da demanda agregada, vindo daí a importância de se estudar esse componente, que é em parte influenciado pelas decisões de financiamento das empresas. Investimento e produto, na visão keynesiana, se relacionam através do chamado modelo “Modelo do Acelerador-Multiplicador”. Em tal modelo, de maneira simplificada, o nível de produto depende dos gastos autônomos, dentre os quais destaca-se o investimento, e da propensão marginal a consumir, principal determinante do multiplicador da renda, enquanto as variações do produto influenciam a demanda por estoque de capital, dada a relação técnica capital-produto. Épocas de crescimento econômico e maior confiança por parte de investidores, de acordo com o modelo acelerador, aumentam os níveis de investimentos das empresas, que, por sua vez, de acordo com o multiplicador, geram mais trabalho, mais renda e, de acordo com o acelerador, novos investimentos, como observa Froyen (2010). À medida em que novos elementos são adicionados, como o estoque de capital herdado, descontada a depreciação, e a velocidade de ajuste do nível de estoque observado e o nível desejado, chega-se ao chamado modelo do acelerador flexível – mais ajustado à realidade.

Ainda de acordo com Froyen (2010), a velocidade na qual os investimentos são feitos, adequando a diferença entre estoque de capital desejado e efetivo, é uma variável que pode sofrer modificações de acordo com a oferta de crédito na economia, a taxa de juros e outros fatores como tributação e subsídios. Vale notar que o custo do capital, expresso na taxa de juros, reflete tanto o custo do financiamento, em caso do uso de recursos de terceiros para o investimento, como o custo de oportunidade, associado às aplicações alternativas dos recursos

que podem ser direcionados à aquisição de máquinas e equipamentos. Ao adicionar os efeitos inflacionários na análise, fica claro que a taxa de juros real é responsável pelo nível de investimentos, e não apenas a taxa de juros nominal.

Um fator adicional importante inserido na teoria econômica por Keynes como determinante do nível de investimento são as expectativas de retorno e o espírito animal dos agentes. A eficiência marginal do capital, de acordo com Keynes (1983) é determinada pela expectativa de retorno do capital investido ao longo de sua vida útil. Isso significa que os investidores tomam essa decisão apenas se consideram que o retorno será maior do que os ganhos emprestando aquele dinheiro, por exemplo. O espírito animal dos agentes seria o impulso que faz com que a confiança seja maior do que o medo dos riscos do investimento, baseado em cálculos matemáticos ou indicadores de retorno precários, suportando a ação do agente. É a influência das expectativas dos agentes e mudanças nas condições do “espírito animal” que fazem com que o investimento, na visão de Keynes, seja principal fonte de instabilidade, justificando a eventual necessidade do uso de política econômica para estabilizar a economia. De acordo com Minsky (1975) em Lourenço (2006), a incerteza é inerente ao ambiente econômico, de forma que as flutuações econômicas façam parte do ciclo naturalmente, sendo o investimento um dos principais pontos responsáveis pela volatilidade endógena da economia, já que seus níveis são afetados pelas expectativas de longo prazo por parte dos agentes.

Dessa forma, os investimentos fixos, com base no trabalho de Froyen (2010) são definidos como dependentes das seguintes variáveis: produto, estoque de capital, taxa de juros, inflação, tributos e subsídios e, por fim, estado de expectativa dos empresários.

As políticas fiscal e monetária também exercem influência sobre o nível de investimentos de acordo com o autor. Quando o governo pretende aquecer a economia através da política fiscal, elevando seus gastos, a demanda e a renda, essa política estimula, via efeito acelerador, novas decisões de investimento. Por meio de reduções de impostos ou concessão de subsídios, o governo também pode influenciar diretamente a atratividade de projetos de expansão da capacidade produtiva. Por outro lado, uma política monetária expansionista, com maior oferta de moeda no mercado, e crédito barato e abundante, estimula positivamente o nível de investimentos via custo de financiamento ou oportunidade. Assim, uma política monetária expansionista, que consiga afetar a taxa de juros real, aumenta os níveis de investimento e, via

multiplicador, gera um maior nível de consumo, isto é, se traduz em aumento da demanda agregada, emprego e renda.

I.2 – Fontes de recursos

Após realizar a análise dos principais fatores que influenciam a decisão de investimento das firmas, é importante entender onde e como a empresa busca os recursos necessários para o seu empreendimento. As três principais formas de financiamento adotadas são: a utilização de lucro líquido de resultados anteriores, empréstimos e emissão de dívida ou a emissão de títulos de propriedade, que transformam o comprador em um dos donos da empresa.

O financiamento via lucro líquido é o mais simples para a empresa e também o mais barato. Após apuração dos lucros e distribuição ao capital social, a empresa pode utilizar o resto do lucro para reinvestimento em sua atividade. Outras formas de financiamento implicam que a firma precisa recorrer ao mercado financeiro para captação de recursos.

A integração entre os agentes superavitários, que estão dispostos a emprestar parte de sua poupança financeira inutilizada e os agentes deficitários, que demandam recursos com objetivos individuais acontece no mercado financeiro, como define Carvalho (2007). A relação financeira precisa ser benéfica para os dois lados, por isso o agente superavitário recebe uma promessa de pagamento pelo seu empréstimo mais um percentual de juros sobre esse valor como remuneração e o agente deficitário passa a ter recursos que não estavam disponíveis sob seu poder, tendo a obrigação de um pagamento futuro. Ambos enfrentam riscos que devem ser ponderados, já que o agente que empresta possui o risco de sofrer um calote e o agente que pega emprestado possui o risco de não ter recursos para o pagamento futuro. A taxa de remuneração contratada reflete o nível de risco da operação. Quanto maior a taxa, maior o risco, e quanto menor a taxa, mais segura a promessa de saldar a dívida.

Carvalho (2007) define os mercados financeiros como ambientes regulados em parte por instituições do Estado e em parte pelos próprios participantes das transações. Neles é possível observar a negociação de diversos ativos, cada um com suas características próprias de risco, liquidez, complexidade e muitos outros aspectos. É importante que um participante tenha consciência do tipo de mercado no qual está inserido e se as características dos ativos negociados vão ao encontro aos seus interesses naquele mercado. Diversas distinções podem ser feitas, sendo elas relacionadas ao tipo de título negociado, identidade dos participantes, disposição de informações e presença ou não de intermediadores.

O financiamento através de empréstimos se dá em mercados privados e intermediados financeiramente. Os bancos avaliam individualmente cada empresa e elaboram um contrato de obrigação que reflete os pilares fundamentais das relações financeiras, onde o agente superavitário disponibiliza recursos para o agente deficitário. Carvalho (2007) mostra que esse tipo de contrato direto se dá no mercado de crédito. Neste caso, a instituição financeira faz a ligação entre o agente superavitário e o agente deficitário. Isso é observado todos os dias através dos empréstimos realizados pelos bancos, que, na verdade, repassam o dinheiro que possuem sob sua guarda, consequentes dos depósitos realizados pelos clientes. Esses depósitos se transformam em empréstimos do cliente para com o banco, que pode usar tais valores para fazer novos empréstimos aos agentes devedores. Dessa forma, ocorre a atuação do multiplicador bancário, chamado de “criador de dinheiro”. Os donos dos depósitos possuem um direito junto ao banco e não ao agente que pegou o empréstimo. O banco assume o risco de *default* da operação, visto que ele será obrigado a cumprir o compromisso com o depositante de qualquer forma.

Em alguns países, em especial o Brasil, a presença de bancos de desenvolvimento também é uma forma explorada pelas empresas para captação de novos recursos, dentro da categoria de decisão de tomar empréstimos. Os bancos de desenvolvimento, apesar das discussões em relação ao seu conceito, são instituições bancárias que tem como foco principal o desenvolvimento socioeconômico de dada região. Esses bancos são normalmente controlados pelo governo e podem atuar em setores específicos da economia ou de maneira mais ampla. O debate quanto à importância dessas instituições varia de acordo com as correntes que defendem maior ou menor intervenção do Estado no estímulo ao crédito e financiamento econômico, havendo controvérsias de acordo com Além, Ferraz e Madeira (2013). O fato é que essas instituições qualificadas e com experiência de mercado se mostram importantes em momentos de crise de confiança do setor privado.

Ainda de acordo com Carvalho (2007), o financiamento através da emissão de títulos de dívida também é um contrato de obrigação que a empresa passa a ter, assim como um empréstimo, mas esse tipo de negociação já se dá no mercado de títulos, onde os papéis são extremamente diferenciados, possuindo naturezas econômica e jurídica diferentes. Empresas financeiras e não financeiras emitem títulos para captação de recursos de curto e longo prazo, isso varia de acordo com a duração até o vencimento dos títulos. Esses títulos têm características de renda fixa, pois eles pagam ao seu proprietário rendimentos que são conhecidos, ao contrário

das ações, onde não se pode prever o lucro da empresa do período e quanto o proprietário irá receber em dividendos.

Para as instituições não-financeiras, os títulos mais conhecidos são as Notas Promissórias e as Debêntures, como mostra a ANBIMA. Apesar de terem rentabilidade conhecida, esses títulos costumam ser indexados a algum índice, sendo os principais CDI e IPCA. Os títulos de dívida possuem diferentes níveis de “confiança” que variam de acordo com os *ratings* das empresas emissoras. Empresas que têm bons indicadores de dívida e saúde financeira estável recebem *ratings* de confiança altos, pois são consideradas boas pagadoras. Os títulos dessas empresas também recebem avaliações altas, visto que o risco de *default* é baixo por parte delas. A emissão primária de títulos de dívida ocorre no mercado primário de negociação, onde os recursos são direcionados diretamente do emprestador para empresas. Após essa negociação inicial, os títulos podem ser negociados por diferentes agentes no mercado secundário, que dá liquidez para esses ativos. É importante ressaltar que as operações no mercado secundário não geram recursos diretos para a empresa.

O processo de abertura de capital através da emissão de títulos de propriedade parte de um princípio diferente dos títulos de dívida, apesar de a emissão inicial também acontecer no mercado primário e as operações no mercado secundário darem liquidez para o ativo, de acordo com Carvalho (2007). Os preços variam de acordo com o princípio de oferta e demanda pelos papéis. No caso de títulos de propriedade, a empresa não tem uma dívida com o acionista, pois ele se torna um dos donos e tem retornos de acordo com os lucros que a empresa distribui. A primeira emissão de ações de uma empresa é chamada de *Initial Public Offer*, ou IPO. O processo se dá de maneira burocrática e envolve bancos de investimentos, escritórios de advocacia, corretoras de investimento e empresas de auditoria, como é possível observar na apostila referente ao Programa de Qualificação Operacional, disponibilizada pela BM&FBovespa (2016). A oferta ocorre de maneira primária ou seja, realmente aumentam o capital social da empresa, pois a participação de novos sócios é “criada”. Em negociações secundárias, não ocorre alteração no capital social da empresa, pois ações já existentes e sob poder de proprietários são revendidas. No primeiro caso, os recursos da emissão são direcionados à empresa e, no segundo, aos acionistas que vendem seus papéis. Ao abrir capital, a empresa se torna pública, ou seja, passa a ter vários sócios que tem a participação definida pelo número de papéis que possuem, como afirmado pela apostila do PQO (2016). O IPO é um sinal de que a empresa cresceu a ponto de precisar de muito mais capital do que apenas seu lucro líquido retido, sendo encarado como um momento fundamental para o futuro da mesma

e de seus negócios. Também existe o chamado “*follow on*”, que é quando uma empresa que já tem capital aberto emite novas ações no mercado, de forma a captar mais recursos. O IPO é um processo custoso para a empresa, devido ao grande número de agentes envolvidos no processo. Quando a empresa opta por abrir seu capital, ela precisa de autorização dos órgãos reguladores do mercado, visto que ela estará sendo vendida, ou ofertada para diversos agentes que não necessariamente possuem a mesma riqueza, como afirma a B3 (2016). As auditorias são extremamente cuidadosas de forma que não haja nenhuma atitude fraudulenta que possa prejudicar os agentes do mercado. As ações da empresa, que tornam os proprietários donos de parcelas da mesma, costumam ser divididas entre ordinárias (ON) e preferenciais (PN). As ações ordinárias dão aos seus proprietários o direito de voto nas assembleias e participação nos lucros. Já as ações preferenciais dão aos seus proprietários preferências na hora de receber os lucros e dividendos, mas não dão direito a voto.

Vale notar que, no momento que uma empresa busca recursos, ela estará atuando em um mercado intermediado e, no caso de emissão de ações ou dívida, ela atuará em um mercado desintermediado. Como afirma Carvalho (2007), nas relações desintermediadas, que não possuem um agente responsável pela transferência de recursos, que é caso do mercado de títulos, as obrigações do tomador final são diretas com o prestador final. Isso ocorre, por exemplo, na emissão de debêntures, notas promissórias e ações (apesar de não ser um título de crédito e sim um título de propriedade).

O sentido de mercados públicos e privados, de acordo com Carvalho (2007), representa as vantagens e informações disponíveis a todos os participantes ou a um nicho reduzido do mercado. Nos mercados públicos, qualquer agente pode transacionar com termos conhecidos. Taxas de juros tendem a um mesmo valor para os ativos e contratos de mesma natureza. Como exemplo de um mercado público, pode-se observar as operações em bolsas de valores, com compras e vendas lançadas para todos os participantes. Nos mercados privados, as operações são fechadas de forma bilateral, como é o caso dos contratos de crédito bancário ou os contratos negociados no chamado “mercado de balcão”. Nesses mercados existe uma personalização das operações e condições contratuais.

I.3- Estrutura de capital e teorias de decisão

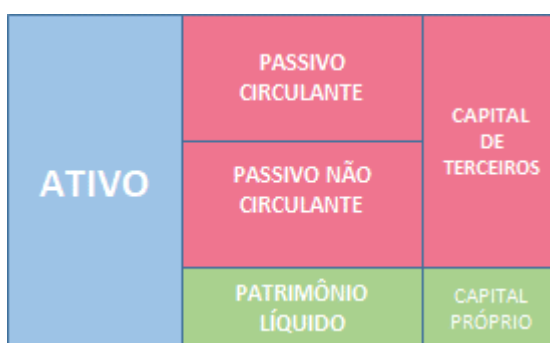
Após estudar os fatores que influenciam a decisão de investimento e as alternativas para captação de recursos, o foco do trabalho se volta para seu tema principal: as decisões de estrutura de capital feitas pelas empresas.

A discussão em torno da estrutura de capital é um dos temas mais importantes das finanças corporativas, já que auxilia o administrador da empresa a realizar a gestão de recursos mais benéfica possível de acordo com David (2013). O capital é formado pelos fundos de longo prazo, ou a soma dos recursos disponíveis à empresa, que tem como objetivo final o investimento e a produção de bens e serviços. A estrutura de capital é a composição do capital dividido entre dois tipos: o de terceiros e o próprio. Esses dois tipos são usados para o financiamento das atividades da empresa, e consequentemente, o seu investimento para crescimento.

O capital próprio tem como fonte os sócios e acionistas da empresa, sob a forma de lucros retidos ou emissão de ações. Esses fundos fornecidos pelos sócios da empresa, ficam dentro da mesma por um período de tempo indeterminado, já que não existe promessa de pagamento com uma data definida, ao contrário dos fundos fornecidos por terceiros.

O capital de terceiros é obtido por meio de empréstimos, financiamentos e emissão de títulos. A tomada de decisão quanto à composição da estrutura de capital da empresa é extremamente importante, pois aliada à análise de risco, retorno e valor permite que a empresa maximize seus lucros, e junto a isso, a riqueza dos seus donos, como defendem Mota e Nakamura (2007). A estrutura de capital da empresa se encontra do lado direito do balanço de pagamentos, no passivo, por se tratar de obrigações de longo prazo. O passivo representa as dívidas para com terceiros, ou seja, o capital de terceiros. O patrimônio líquido representa o capital próprio da empresa, de seus donos e acionistas.

Figura 1: Composição patrimonial da empresa.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Os credores da empresa fornecem o capital de terceiros e possuem certas vantagens em relação ao risco do seu contrato junto à empresa quando comparados com os acionistas: os

lucros gerados pela empresa tem como objetivo pagar os credores antes de remunerar os acionistas, a pressão que pode ser exercida pelos credores é legalmente maior do que a pressão que os acionistas podem exercer e o custo da dívida pode ser menor, pois é possível deduzir os juros que incorrem nos contratos, do cálculo do imposto de renda. O capital próprio é formado pelas ações, que podem ser ordinárias e preferenciais.

De acordo com Amaral (2011), os primeiros autores a abordarem a estrutura de capital das empresas como fator fundamental na definição do valor e da situação financeira dela foram Modigliani e Miller, em artigo publicado em 1958. O primeiro modelo dos autores discute a existência ou não de uma estrutura de capital perfeita, que maximizaria o resultado dos investimentos e se o valor da empresa seria alterado de acordo com mudanças nas proporções entre uso de capital próprio e de terceiros. O modelo se utilizava de três proposições básicas:

1. A inexistência de impostos;
2. A inexistência de custos de transação para operações que envolvessem a obtenção de recursos, seja através de dívida ou capital próprio;
3. Todos os participantes do mercado têm informação perfeita.

Com essa teoria, os autores chegaram a duas proposições fundamentais:

Proposição 1:

A proposição I afirma que o valor da empresa é formado pelo valor presente dos fluxos de caixa descontados de uma taxa que é determinada pelo risco da empresa. Essa definição de *valuation* ainda é uma das principais técnicas de avaliação de empresas no mercado de capitais. A proposição afirma que a forma como a empresa se financia, seja ela através de mais capital de terceiros ou próprio não altera esse valor de mercado. Utilizando-se dessa visão, nenhuma estrutura de capital é melhor ou pior, pois o valor da empresa permanece o mesmo e os acionistas não são prejudicados.

Proposição II:

A segunda proposição do estudo de 1958 sugere que a taxa de retorno que se espera de uma ação tem em sua formação a taxa esperada para os ativos de mesmo risco adicionada de um prêmio pelo risco financeiro. Como o credor tem prioridade sobre o acionista em caso de

falência, então conforme aumenta o endividamento da empresa, aumenta o *spread* entre o custo do capital próprio e o custo da dívida. Ainda assim, como a proporção do capital próprio diminui, o custo total de capital permanece inalterado.

No trabalho de 1963, Modigliani e Miller passam a identificar o efeito da dedutibilidade dos juros no momento de cálculo de imposto de renda a ser pago, como apontado por Campos (2008). Nesse caso, fica explícito o favorecimento da dívida quando comparada ao capital próprio, já que existe uma diferença entre a taxa progressiva aplicada aos rendimentos de pessoas físicas em comparação às dívidas, lançadas como despesas no balanço. O valor da empresa passa a variar de acordo com o nível de alavancagem financeira. O custo total da empresa diminui devido à dedutibilidade do imposto, mesmo que o custo do capital próprio continue subindo acompanhando o endividamento. O problema de aplicabilidade dessa teoria se encontra no fato de que, sendo a alavancagem benéfica para o valor da empresa, a tendência seria o endividamento crescer até o nível máximo. No entanto, observa-se que as empresas operam com níveis de endividamento muito menores do que o esperado, o que seria explicado, em parte, pelos chamados “custos de falência”, que levam a uma atitude conservadora das empresas frente ao endividamento máximo, como observado por Mota e Nakamura (2007). Essa escolha entre a vantagem criada pelo imposto de renda e os possíveis custos de uma falência gerados pelo exacerbado endividamento dão origem à chamada teoria do *trade off*.

Existem dois tipos de custos de falência: custos diretos e indiretos. Os custos diretos são os gastos que a empresa passa a ter quando entra, de fato, em processo de falência. Todos os custos jurídicos e legais são considerados custos diretos. Já os custos indiretos são aqueles que decorrem do enfraquecimento operacional e de imagem da empresa. Todos passam a evitar fechar contratos com uma empresa em falência, ela acaba perdendo estoque, mercado e funcionários, visto que não faz sentido fechar um contrato com uma empresa que não tem certeza de existência futura.

O outro tipo de custo que é considerado determinante é o custo de agência, introduzido por Jensen e Meckling (1976). Os autores analisaram a relação entre os donos da empresa e os executivos, responsáveis pela administração dos negócios. A teoria afirma que existe um conflito de interesse entre os dois grupos, que não necessariamente visam a maximização da riqueza dos acionistas da empresa. Existem inclusive os custos diretos de fiscalização das operações da empresa e das atitudes dos administradores. Alguns autores como Agrawal & Mandelker (1987) em Amaral (2011), defendem que uma forma de mitigar esse risco de

conflitos é que os administradores tenham maior participação no capital das empresas, defendendo sempre o lucro dela, que por consequência traria riqueza para eles. A teoria da agência também analisa os conflitos que ocorrem entre acionistas e credores da empresa. O conflito de interesse nesse caso se dá pelos diferentes objetivos entre os dois grupos, já que enquanto os credores desejam apenas serem pagos, os acionistas estão preocupados com o recebimento de dividendos, podendo colocar o segundo como objetivo frente ao primeiro. Um conflito parecido poderia ocorrer entre acionistas controladores e minoritários, em que este último grupo teme ser lesado por decisões tomadas pelos primeiros em interesse próprio. Estes conflitos levam a restrições nos contratos estabelecidos entre as partes nas operações envolvendo negociações de títulos e financiamentos que, de alguma forma, representam um “custo de agência”.

A teoria de *trade-off*, munida dos custos de falência pode ser encarada como um dos motivos pelos quais as empresas não tomam o nível máximo de endividamento defendido pelos estudos de Modigliani e Miller (1963). A empresa deve substituir dívida por capital próprio e vice-versa até o momento no qual o valor de mercado é maximizado. Assim, a empresa contrai empréstimos até o momento no qual o valor marginal dos benefícios trazidos pelo modelo fiscal passa a ser igual aos custos de falência, sejam eles diretos ou indiretos e aos custos de agência.

Como afirma Myers (1984), existem duas teorias principais que disputam entre si o posto de hegemonia para explicação da estrutura de capital das empresas: a teoria de *trade-off*, derivada dos trabalhos de Modigliani e Miller, expostas acima, e a teoria de *pecking order*, desenvolvida com base nas ideias de Myers e Majluf (1984) e Myers (1984). A primeira teoria, como foi visto, relaciona o benefício fiscal de utilizar capital de terceiros com os custos de falência em um endividamento exacerbado. A segunda teoria afirma que a empresa toma a decisão de financiamento baseada nos custos de cada processo, seja por dívida ou por emissão de propriedade e leva em conta a assimetria de informações entre agentes internos e externos à empresa.

Myers e Majluf em 1984 apresentam uma teoria sobre estrutura de capital baseada na assimetria de informação e importância da sinalização ao mercado, vindo a ser conhecida como teoria de *pecking order*. A assimetria de informações existente no mercado faz com que os agentes externos tirem conclusões sobre a situação da empresa de acordo com as medidas que são tomadas pelos administradores, o que pode gerar uma subavaliação do valor da empresa de acordo com Albanez e Valle (2012). Uma empresa que emite novas ações, indicaria ao mercado

que a projeção de resultados futuros é negativa e dessa forma ela estaria buscando dividir os prejuízos entre mais proprietários, gerando uma queda no preço das ações. Essa queda esperada no valor, pode fazer com que a administração do negócio desista de realizar o investimento inicial, o que geraria um nível menor de investimentos do que o potencial. Se a empresa optasse pela utilização das fontes de recursos internas, como seu lucro, essa exposição seria evitada e é a partir desse ponto que a teoria entra na questão dos custos de cada forma de financiamento, defendendo o lucro retido como principal e mais barata forma de financiar projetos de investimento. A emissão de novos títulos de dívida, indicaria que a empresa projeta bons resultados e o lucro será distribuído entre menos acionistas não influenciando no preço corrente da empresa e nem na realização dos investimentos em produção. Empresas com maiores problemas de assimetria de informações possuem uma maior necessidade de uso de lucros retidos ou endividamento, visto que o mercado subjulga o valor dessa empresa e não confia o suficiente para injetar recursos via mercado de ações.

A teoria de *pecking order*, também conhecida como Hierarquia das Fontes de Financiamento, foi elaborada com base na influência da assimetria de informações sobre as decisões das empresas e nos custos transacionais dos processos de financiamento, e não na busca de identificar um nível ideal ou uma organização de estrutura de capital que maximiza os benefícios. De acordo com Myers (1984), a ideia principal da teoria é que a escolha de financiamento varia de acordo com os custos gerados a partir do tipo de captação de recursos realizado pela empresa e da mensagem que isso passa aos agentes externos. Portanto, o reinvestimento através de lucro retido na empresa, é a primeira opção, já que é a mais barata e não leva a nenhuma subavaliação no valor de mercado da empresa. Além disso, os recursos gerados dentro da empresa não elevam o valor do capital social e nem geram novas dívidas. A segunda forma mais barata seria a obtenção de dívida de terceiros, seja através de empréstimos ou da emissão de títulos, pois isso passa mensagens positivas ao mercado em relação às previsões futuras positivas de rentabilidade da companhia. A forma mais cara de financiamento e a última escolha, seria a emissão de ações, não apenas pelos custos de abertura de capital, mas também pela mensagem ao mercado que pode ser interpretada negativamente, com expectativas futuras de mal desempenho nos resultados.

Teorias mais recentes incluem novos fatores à análise, como os produtos, mercados e atividades operacionais da empresa na hora de optar por sua estrutura de capital. Os diversos setores da economia possuem níveis de alavancagem, capital de giro e investimentos diferentes. Empresas com maior alavancagem operacional, por exemplo, possuem maior risco e devem se

expor menos ao endividamento. Ainda assim as duas teorias clássicas observadas nesse trabalho são as mais fortes e dominantes em relação ao debate sobre esse aspecto das finanças corporativas de acordo com Basso, Corrêa e Nakamura (2013), razão pela qual são as duas teorias em foco neste trabalho.

Autores como Rajan e Zingales (1995) através de observações empíricas, concluíram que quatro fatores internos influenciam os índices de endividamento das empresas: tamanho, ativos tangíveis, lucratividade e valor de mercado-valor contábil. Neste trabalho, serão utilizadas como base as hipóteses de pesquisa sobre os fatores internos à firma de acordo com a abordagem de Bastos e Nakamura (2009). A tabela 1 indica qual o comportamento esperado de cada variável em relação ao nível de endividamento de acordo com as teorias de *trade-off* e *pecking order*. No Capítulo 3, o trabalho de Catrib (2016) será utilizado para analisar se as relações observadas em diversos trabalhos que investigam a estrutura de capital de empresas brasileiras, vão de encontro aos resultados esperados por Bastos e Nakamura (2009) expostos na tabela abaixo.

Tabela 1: Relação esperada entre variáveis internas e nível de endividamento

	Relação esperada entre variáveis internas e nível de endividamento	
	Teoria de Trade-Off	Teoria de Pecking Order
Rentabilidade	+	-
Risco	-	-
Tamanho	+	-/+
Tangibilidade	+	+
Oportunidades	-	-/+

Fonte: Bastos e Nakamura (2009) e adaptado pelo autor

Observando a variável rentabilidade, espera-se uma relação negativa levando em conta a teoria de *pecking order*, já que quanto mais rentável a empresa, mais recursos próprios disponíveis ela possui para investir, sem necessidade de endividamento. Já com a abordagem de *trade-off*, os autores esperam uma relação positiva, já que quanto mais rentável a empresa, menos significativos são os crescimentos nos custos de falência, pois elas podem cobrir facilmente tais custos com esses recursos. Em relação ao risco, ambas as teorias concordam que a relação seria negativa, já que empresas que atuam em setores mais arriscados enfrentam um crédito mais caro no mercado, devido às maiores chances de *default* no setor. Em relação ao

tamanho da companhia, para a teoria de *trade-off* a correspondência é positiva pois quanto maior a empresa, mais fácil será a previsibilidade dos seus fluxos de caixa, o que permite um maior acesso ao endividamento sem custos muito altos. Em relação à *pecking order*, os autores não definem uma correspondência esperada para a variável tamanho devido à falta de provas empíricas. Quando a variável tangibilidade é observada, ambas as teorias supõe uma relação positiva, já que quanto maior o número de ativos tangíveis a disposição para colocação em garantia, maior o acesso das companhias ao crédito externo. Por último, em relação à variável oportunidades de crescimento, a teoria de *trade-off* supõe uma relação negativa com o nível de endividamento, já que a perspectiva de retornos futuros incorre em um volume muito grande concentrado em ativos intangíveis, que não garantem nenhuma operação de crédito, isso dificulta o acesso das companhias à recursos externos. Em relação à *pecking order*, a falta de observações empíricas também resulta na não definição de uma relação esperada.

No primeiro capítulo o foco foi a exposição teórica dos principais conceitos para desenvolvimento desse trabalho. O conceito de investimento em produção e fatores externos à firma que influenciam nessa tomada de decisão foram os primeiros conceitos apresentados. Depois, os conceitos de relações e mercados financeiros foram expostos, junto às formas de financiamento pelas quais as empresas podem optar. Por fim, foram apresentadas as principais teorias de estrutura de capital, iniciadas com a discussão de Modigliani e Miller em 1958. Os próximos capítulos abordarão os dados brasileiros em relação às formas de financiamento escolhidas pelas empresas, com aplicação mais prática dos conceitos apresentados.

CAPÍTULO II: EXPOSIÇÃO DOS DADOS DE FINANCIAMENTO NA REALIDADE BRASILEIRA.

Neste capítulo, o objetivo será realizar uma análise dos dados em relação ao financiamento empresarial no Brasil, de forma a identificar quais são as fontes de recursos de terceiros mais utilizadas no país. Ao realizar uma observação entre os países considerados emergentes e os países já desenvolvidos fica claro que países mais estabelecidos economicamente possuem mercados financeiros melhor estruturados. É possível observar esse fenômeno na capitalização de mercado dos papéis listados nas bolsas internacionais. De acordo com dados divulgados em 2017 na revista *Exame*, a bolsa de valores brasileira era a 20ª colocada no ranking de capitalização de mercado, com as empresas listadas valiam US\$ 824 bilhões, enquanto na primeira colocada, a *New York Stock Exchange (NYSE)*, as empresas somavam US\$ 19.223 bilhões. Em relação ao número de empresas listadas, a líder do ranking era a *Bombay Stock Exchange*, da Índia, com 5.749 empresas listadas, enquanto a B3 possuía apenas 365. Em países com mercados mais desenvolvidos, isso permite que as empresas privadas tenham uma fonte alternativa de recursos que é estável, fomentada e desenvolvida.

Esse desenvolvimento do mercado financeiro local facilita o investimento das empresas e o consequente desenvolvimento da economia local, por isso observa-se que muitos países emergentes possuem em sua agenda de governo medidas que visam estimular e regular o mercado de capitais interno. É importante mencionar que as emissões de dívidas e de títulos de propriedades ocorrem nesse mercado, que é regulado no Brasil pela Comissão de Valores Mobiliários e pelo Banco Central do Brasil. Um país que não possui um mercado de capitais desenvolvido leva suas empresas a ficarem reféns dos empréstimos bancários, que, no segmento livre, possuem juros altos no Brasil, e da utilização de lucros retidos.

Como comentado no capítulo 1, existem 3 formas fundamentais de financiamento por parte das empresas: (i) a utilização de lucro retido de resultados anteriores, (ii) financiamento via empréstimos, sejam eles bancários ou através da emissão de títulos de dívida e (iii) a emissão de títulos de propriedade. De acordo com Assaf Neto (2012), a área de estudo que busca o melhor método de captação e alocação dos recursos da companhia é a administração financeira. Essa área tem como objetivo fazer o controle de 3 aspectos fundamentais da companhia: o orçamento de capital, a estrutura de capital e a administração de capital de giro. O orçamento de capital é o estudo das estratégias de investimento de longo prazo da empresa, buscando a

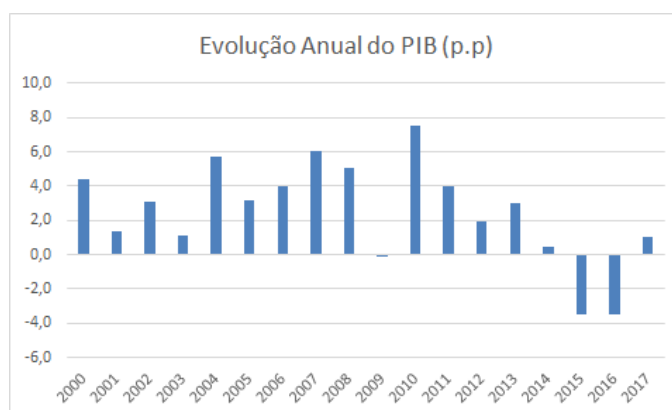
melhor rentabilidade possível. A estrutura de capital, como observada neste trabalho, diz respeito à composição entre financiamento via recursos próprios e de terceiros. Por fim, a administração de capital de giro é o controle das finanças corporativas no curto prazo, garantindo a funcionalidade operacional da companhia. Assaf Neto (2012) trata o papel do administrador de recursos com extrema importância, pois ele mantém o bom funcionamento da empresa no curto prazo e constrói as bases necessárias para crescimento e geração de lucros no longo prazo.

Assaf Neto (2012) define o mercado de financiamento no Brasil, principalmente em relação ao mercado de capitais, como um ambiente subdesenvolvido quando comparado às economias desenvolvidas. O Brasil é um país com alto nível de encargos e burocracias, um custo alto do crédito devido às taxas de juros, custo elevado dos processos de abertura de capital e emissão de debêntures e baixa oferta de crédito no mercado interno.

A seguir serão analisados alguns números em relação à forma como as empresas se financiam no Brasil. A ideia é observar os dados a partir dos anos 2000, mas nem todos são disponibilizados a partir dessa data pelas instituições responsáveis por sua divulgação, especialmente os dados de concessão de crédito por instituições financeiras.

As linhas gerais do contexto econômico do período analisado são traçadas a partir dos gráficos abaixo, que expõem a taxa de crescimento real anual do Produto Interno Bruto (PIB) em pontos percentuais, o Índice de Confiança ao Empresário Industrial (ICEI) e a evolução percentual da Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) ao ano.

Gráfico 1: Taxa de Crescimento Real do PIB brasileiro ao ano.



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

É interessante observar como em alguns momentos ao longo dos últimos anos o PIB apresentava certa correlação aos movimentos do ICEI com certo *delay*. A partir de 2013, o índice relacionado à confiança dos empresários começa a cair de forma intensa, atingindo em 2015 o ponto mais baixo no intervalo de tempo que estamos observando para esse trabalho.

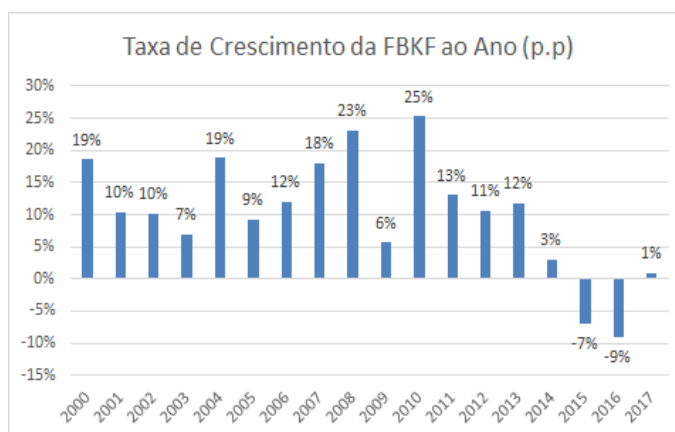
Gráfico 2: Índice de Confiança do Empresário Industrial



Fonte: Banco Central do Brasil.

O ICEI já refletia a influência, sob a perspectiva dos empresários, do desequilíbrio fiscal, o crescimento da inflação e os seguidos aumentos na Selic (Gráfico 5) que foram observados nos anos seguinte. Neste contexto macroeconômico negativo, o PIB também teve desaceleração no ano de 2014, e encolhimento nos anos de 2015 e 2016, assim como a concessão de crédito às Pessoas Jurídicas (Gráfico 7). A partir do ano de 2016, o ICEI voltou a crescer, assim como o PIB em 2017. As taxas de juros e de inflação também tiveram quedas a partir do ano de 2016, mostrando um cenário econômico mais favorável ao crédito e ao crescimento da atividade econômica, retomado a partir de 2017.

Gráfico 3: Taxa de Crescimento anual da Formação Bruta de Capital Fixo.



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

Em relação à evolução da FBKF, a correlação com o PIB é significativa, levando em conta que ela é um componente fundamental da demanda e, como visto no capítulo 1, da determinação do Produto Interno Brasileiro. A análise dos 3 gráficos permite concluir que existe uma relação entre confiança dos investidores, o investimento e o produto gerado na economia. Épocas de confiança alta tem como consequência um aumento nos níveis de investimento de produção no curto prazo e nas expectativas futuras, o que gera efeitos positivos na produção na geração de renda da economia.

II.1 - Empréstimos junto aos bancos

No Brasil, a principal forma de obtenção de crédito através do capital de terceiros são os empréstimos junto aos bancos. O país possui uma estrutura econômica que é bastante particular em relação a esse aspecto. Além de possuir uma taxa de juros alta em comparação aos países desenvolvidos, o *spread* de juros no país também segue esse padrão. O *spread* é a principal fonte de remuneração das instituições financeiras com suas operações de crédito, já que é a diferença entre o que os bancos pagam nos empréstimos que pegam e cobram nos empréstimos que realizam. Os bancos captam recursos principalmente através dos depósitos a vista e a prazo, como a poupança e da emissão de títulos como CDBs, LFs entre outros. As remunerações que os bancos pagam nesses empréstimos são muito próximas à taxa CDI (Certificado de Depósitos Interbancários), que é a taxa de juros cobrada entre os bancos quando eles transferem recursos entre si e que acompanha de perto a Selic, que é a taxa de juros básica da economia. Por outro lado, os *spreads* aplicados no crédito fornecido são altos, sendo objeto de discussão no Brasil. É defendida a hipótese de que a falta de competição permite esse

encarecimento do crédito devido ao oligopólio bancário existente no Brasil (os 5 grandes bancos, sendo 2 deles públicos, são responsáveis por 85% do crédito). Dessa forma, além de o Brasil não ter um mercado de capitais desenvolvido como os EUA, Alemanha e Reino Unido, o país possui um custo de crédito muito alto em comparação a outros pares econômicos, o que prejudica o nível de investimentos.

Os gráficos abaixo indicam a evolução dos *spreads* bancários aplicados no Brasil e da taxa Selic desde março de 2011 até setembro de 2018. O desenho do gráfico de *spread* acompanha os movimentos da taxa Selic, mas o importante de se observar é que em média os *spreads* representam sempre o dobro da taxa, o que indica que as instituições, além de possuírem altas margens de lucro, precisam incluir nesse *spread* os custos de fornecer o serviço de empréstimos, principalmente o risco de *default*, justificando os altos custos de crédito praticados no Brasil.

A discussão em torno de medidas para abertura do ambiente competitivo no mercado é cada vez mais intensa, já que os bancos, de forma a lidar com a concorrência, passariam a praticar taxas mais acessíveis no seu crédito, diminuindo os *spreads* e permitindo que um maior número de agentes venha a tomar recursos emprestados, seja para consumo ou para investimento. Os bancos digitais e as *fintechs* vêm surgindo como potenciais ameaças ao oligopólio dos bancos consolidados no sistema brasileiro, atuando com menor burocracia, maior acessibilidade a todas as classes de agentes econômicos e foco na digitalização dos serviços bancários.

Gráfico 4: Spread Médio nas operações de crédito para Pessoa Jurídica.



Fonte: Banco Central do Brasil

Gráfico 5: Taxa SELIC anualizada.



Fonte: Banco Central do Brasil

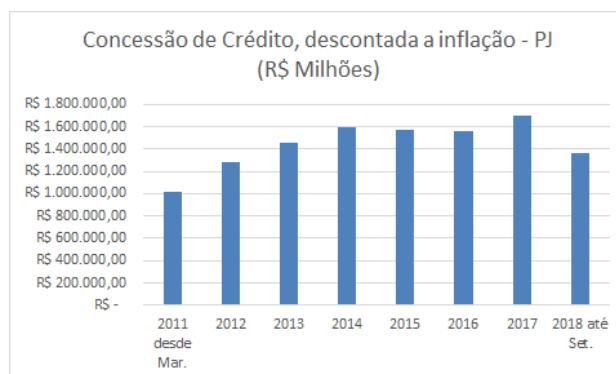
Gráfico 6: Taxa de juros média para Pessoa Jurídica.



Fonte: Banco Central do Brasil.

O volume de crédito total para pessoas jurídicas na economia, segundo os dados do Banco Central, se mostra sensível ao nível de confiança que os agentes econômicos possuem no período. O gráfico abaixo mostra o volume geral de concessão de crédito para pessoas jurídicas no Brasil ano a ano, descontado pelos valores da inflação anual. A última grande crise recente na economia brasileira estourou em 2015, momento no qual as empresas frearam o ritmo de sua demanda por crédito, assim como as instituições financeiras passaram a se proteger mais e impor mais limites aos seus devedores, buscando ter um *mix* de crédito de maior qualidade. O gráfico abaixo mostra a evolução do volume corrigido pela inflação (IPCA) anual nas concessões de crédito.

Gráfico 7: Total de concessão de crédito para pessoas jurídicas no Brasil, descontada pelo IPCA.

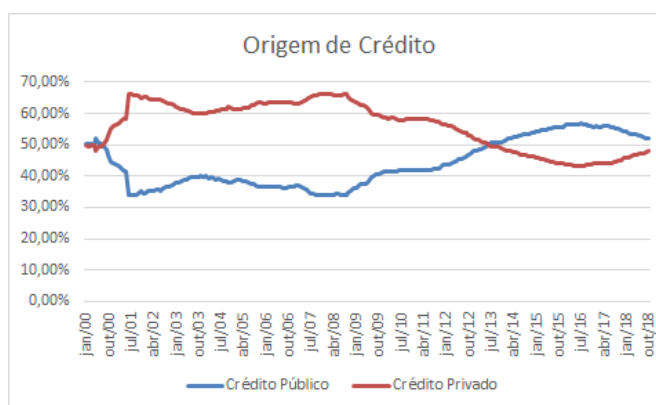


Fonte: Banco Central do Brasil.

II.2 - Banco de desenvolvimento

No Brasil, a presença de grandes bancos públicos como o Banco do Brasil, Caixa Econômica e BNDES permitem que seja possível fazer uma comparação entre o saldo de crédito disponibilizado por instituições públicas e privadas.

Gráfico 8: Origem de novas concessões de crédito no Brasil.



Fonte: Banco Central do Brasil.

O gráfico acima mostra que o crédito privado era o impulsionador principal do crédito bancário no país até 2013. O gráfico representa o volume total de crédito, incluindo PF e PJ devido à dificuldade no acesso à informação referente apenas às empresas. A partir da crise mundial de 2008, é possível observar que o setor privado enxugou a oferta de crédito no Brasil. Os grandes bancos privados, que são Itaú, Santander e Bradesco, são os principais responsáveis

por essa oferta de crédito, e com a queda nesses níveis, os bancos públicos começaram a aumentar seu volume proporcional, de forma a segurar o crescimento econômico e atuando de maneira anticíclica, como afirmam Costa e Torres Filho (2012). Com a orientação voltada para o ajuste fiscal nos últimos anos, é possível observar que a partir de 2016, o nível proporcional de crédito com origem estatal passou a cair novamente, principalmente via BNDES, como será observado no gráfico 9.

No Brasil existe uma categoria de crédito que é reconhecida como crédito direcionado. Isso se caracteriza por financiamentos que são direcionados a setores estratégicos da economia, possuindo subsídios do governo, de acordo com a análise de Torres Filho (2006). A tabela abaixo expõe as vantagens entre os créditos livre e direcionado na economia brasileira. Os dados são referentes às médias mensais durante o ano de 2018, até outubro. Como é possível observar, o crédito direcionado é praticado à uma taxa de juros bem menor do que o crédito livre. Além disso, o *spread* aplicado é bem menor e os prazos são bem maiores do que os mesmos aspectos no crédito livre da economia.

Tabela 2: Comparação de aspectos entre crédito livre e direcionado.

	MÉDIO	LIVRE	DIRECIONADO
Juros (%)	16,25	20,83	9,83
Spread (%)	9,64	13,19	4,42
Prazo (Meses)	65,14	25,98	102,53

Fonte: Banco Central do Brasil, elaborado pelo autor.

O crédito direcionado no Brasil se dá via bancos públicos, especialmente pelo BNDES, instituição que têm como objetivo fornecer crédito para realização de investimentos por parte das empresas em setores estratégicos da economia. Os bancos de desenvolvimento estão presentes em economias desenvolvidas e em desenvolvimento, apesar da discussão de que a maior atuação dessas instituições ocorre em países que possuem mercados financeiros frágeis e subdesenvolvidos (Além, Ferraz e Madeira, 2013).

A atuação desses bancos se dá através do fornecimento de crédito direcionado com taxas de juros mais acessíveis do que aquelas cobradas pelas instituições privadas. Os modelos de atuação são diferentes de acordo com a economia na qual estão inseridos, pois existem bancos de desenvolvimento 100% públicos ou apenas parcialmente, com foco restrito em certos setores ou mais amplos, com formas de financiamento diretas ou indiretas, diferentes custos de

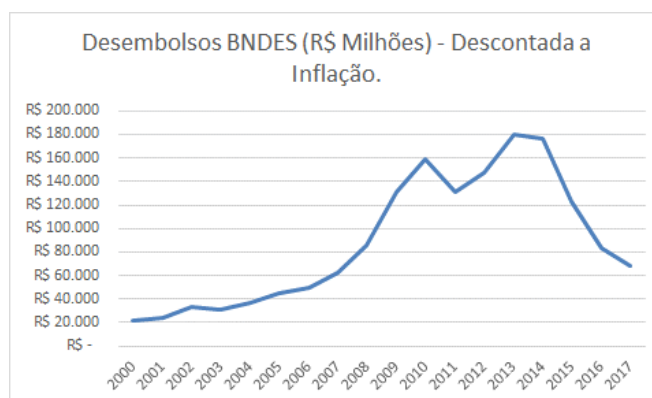
financiamento, governança entre outros aspectos. O BNDES, caso brasileiro, possuía uma carteira de crédito próxima a 8,3% do PIB do país em 2017, parcela considerável para uma única instituição. Os bancos de desenvolvimento são instituições que podem se adequar ao momento econômico que o país vive, algo observado na atuação do banco de desenvolvimento brasileiro durante as décadas passadas.

Costa e Torres Filho (2012) traçam uma linha do tempo que ajuda a compreender a atuação do BNDES na economia brasileira de acordo com as necessidades estruturais. Nos anos 1952-1964, o foco do BNDES foi na criação de infraestrutura e no apoio às indústrias de insumos básicos. De 1964-1984, o auxílio às empresas em processo de falência e apoio à indústria de base. Nos anos 1985-2002, dando suporte aos projetos de privatização e exportação. E, na janela de 2003-2011, atuando nos movimentos anticíclicos de crise econômica, de forma a não deixar os níveis de financiamento desabarem abaixo do necessário.

O que as próprias observações empíricas expressam é que os bancos de desenvolvimento têm um importante papel econômico em momentos de queda nos níveis de oferta de crédito privado na economia, caracterizando uma atuação anticíclica. Na crise de 2008 que os bancos de desenvolvimento foram reconhecidos como importantes agentes atuantes no apoio ao financiamento após a total perda de confiança do mercado no sistema financeiro privado, de acordo com Além, Ferraz e Madeira (2013), mas não são todas correntes de pensamento econômico que compartilham dessa opinião. A hipótese dos mercados eficientes, por exemplo, é contra a atuação do Estado na economia, seja através do controle da taxa de juros ou da atuação dos bancos públicos, como mencionado no trabalho de Além, Ferraz e Madeira (2013). O mercado, por si só, teria força para atuar no ajuste dos níveis de poupança na economia que levariam ao nível ideal de investimento, sem atuação externa a esse sistema.

A atuação dos bancos de desenvolvimento tende a ser maior em períodos nos quais o governo do país seja mais inclinado a medidas heterodoxas na economia. Por ser um banco público, o BNDES no Brasil refletiu nos últimos anos a política econômica adotada pelos governos federais.

Gráfico 9: Desembolsos BNDES ano a ano, descontada pelo IPCA.



Fonte: Banco Central do Brasil.

O gráfico acima mostra o crescimento nos níveis de desembolsos do BNDES descontados pela inflação anual (IPCA), com crescimento intensificado após a crise de 2008. Esse foi um momento no qual os bancos públicos e de desenvolvimento ficaram sendo os grandes responsáveis pela injeção de crédito na economia, movimento que continuou sendo observado durante o primeiro governo da presidente Dilma Rousseff. A partir de 2015, os desembolsos do BNDES começaram a sofrer forte retração devido à política de austeridade fiscal implantada pelo governo federal, ao fim dos empréstimos do Tesouro Nacional ao banco e à queda da demanda por empréstimos para investimentos, resultado da forte crise que se instaurou no país.

II.3 - Financiamento via títulos de dívida

Gráfico 10: Nível de financiamento via títulos de crédito no Brasil.

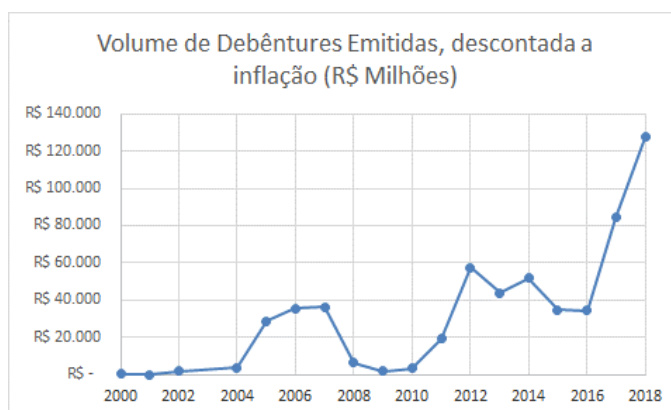


Fonte: ANBIMA

Diversas categorias de títulos de crédito são encontradas no Brasil, títulos esses que são ofertados no mercado de capitais. Os títulos que possuem maior volume de emissão no país são as debêntures e as notas promissórias, emitidos no mercado primário e tendo os recursos captados transferidos diretamente para as empresas. As debêntures são papéis que podem ser emitidos por sociedades anônimas de capital aberto que buscam recursos para financiamento de médio e longo prazo, importante ressaltar que essas instituições não podem ser financeiras. Ao adquirir uma debênture, o agente passa a ser um credor da empresa, possuindo direito ao recebimento de uma remuneração no vencimento, ou em certa periodicidade antes da data final. Normalmente, a remuneração da debênture é indexada ao CDI ou ao IPCA.

De forma a incentivar os investimentos em infraestrutura, o governo isenta de investidores pessoa física de imposto de renda em algumas categorias aplicações relacionadas a esse setor. Essa medida faz com que a demanda por esses papéis seja maior, a empresa consiga mais recursos e realize mais investimentos nesse segmento que é fundamental para o desenvolvimento do país como um todo. As debêntures podem possuir diversas garantias, de acordo com a apostila do PQO (2016), que são especificadas no seu documento de emissão e elas podem ter vantagens para o portador, como a conversão em ações da empresa, o que, nesse caso, não gera nova entrada de recursos na companhia. Além disso, os prazos de vencimento desses papéis são variáveis, tendo no mínimo 1 ano como prazo de resgate, algo que não ocorre com os títulos de propriedade ou ações, que não possuem vencimentos. O gráfico abaixo mostra o volume financeiro de emissão de debêntures no país desde 2000 descontada a inflação anual (IPCA):

Gráfico 11: Volume de Emissão de Debêntures no Brasil.



Fonte: ANBIMA e Sistema Nacional de Debêntures

É possível observar que durante a crise mundial que se iniciou em 2008, os volumes de emissão diminuíram em comparação com o crescimento que era observado desde 2004. As empresas ficaram temerosas em relação a contrair dívidas para realização de investimentos, mesmo que o Brasil não tenha sido atingido de forma tão intensa pela crise mundial. Como menciona Bragança (2015), após a criação da lei 12.431/11, que dispõe da emissão de debêntures incentivadas, isentando investidores pessoa física de IR nas aplicações em papéis que tem seus recursos direcionados ao investimento em infraestrutura, houve um novo *boom* do mercado desses títulos, que se manteve estável até meados de 2015, quando houve a crise de confiança interna. É possível observar que os níveis de financiamento das empresas acompanham a confiança na economia do país. A partir de 2016, houve um novo impulso no mercado de debêntures brasileiro, mas não só nessa categoria de títulos. Como mostra o gráfico 9, a emissão de notas promissórias e letras financeiras também vêm crescendo. A taxa de juros básica da economia vem caindo desde 2017, o que barateia o custo do crédito para as empresas emissoras e permite que a captação seja mais barata. Em outubro de 2015, com a SELIC média em aproximadamente 14,15%, as LTN, títulos prefixados emitidos pelo Tesouro Nacional, eram compradas no mercado a uma taxa aproximada de 14,25% ao ano e a debênture ABEV11 foi emitida pagando 14,50% ao ano prefixados. Já em abril de 2018, com a SELIC média em aproximadamente 6,5% ao ano, a LTN era comprada no mercado a taxa 6,15% ao ano e a debênture CESE11 foi emitida com remuneração de 9,85% ao ano. As fontes dos dados acima são o Tesouro Nacional e a ANBIMA. É possível imaginar que quando a taxa de juros está demasiadamente alta, livre de risco, o investidor só vai direcionar seus investimentos para um título privado se esse papel, que possui um risco maior do que os títulos públicos, estiver com uma taxa mais atraente do que a oferecida pelo ativo livre de risco. Por outro lado, com a taxa de juros a níveis baixos e os títulos livres de risco pagando algo próximo a isso, a empresa emissora pode oferecer uma taxa um pouco mais alta do que o ativo livre de risco sem se expor a uma dívida muito cara. Apesar do desenvolvimento dos últimos anos, as emissões de debêntures em 2017 atingiram pouco mais de 5% das concessões de crédito para pessoas jurídicas, mostrando a pouca significância dessa forma de financiamento no mercado brasileiro.

Em relação à segunda categoria de títulos de dívida mais emitidos, as notas promissórias são títulos que têm os seus recursos direcionados para o capital de giro da empresa e prazos mais curtos, podendo ter vencimento de no máximo 360 dias para sociedades anônimas de capital aberto e 180 dias para sociedades anônimas de capital fechado. Essa classe de ativos não pode ser remunerada por índices de preços, e não possui garantias reais, como algumas debêntures. As empresas que emitem notas promissórias precisam de uma boa avaliação para

seu conceito de crédito, já que não possuem garantias reais. No Brasil, como observado no gráfico 9, as notas promissórias são os títulos mais emitidos após as debêntures, praticamente tendo alguns benefícios parecidos com a outra classe de títulos mencionados. A empresa consegue controlar a duração de sua dívida através de um contrato firmado de promessa de pagamento a determinado agente com data e valores definidos.

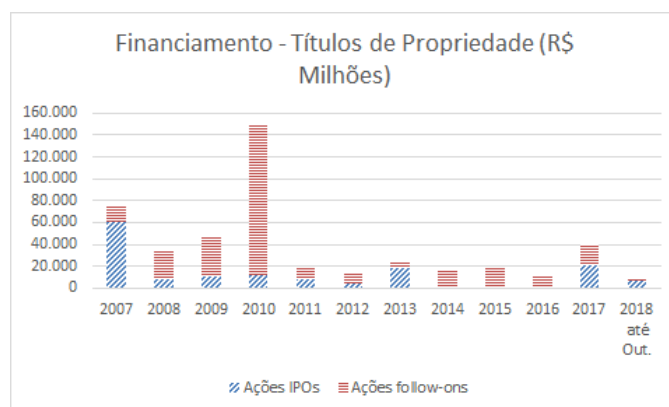
Ao realizar a emissão de títulos de dívida, a empresa não se prende aos empréstimos bancários e consegue liberar os limites impostos para gestão do seu próprio caixa. As grandes empresas no Brasil já optam por essas medidas ao invés dos tradicionais empréstimos no mercado privado, mas isso faz com que elas tenham que cumprir normas definidas pela CVM como auditoria de balanços, avaliações de riscos de crédito e divulgação de prospectos que geram altos custos aos setores jurídicos e financeiros. As pequenas e médias empresas ainda possuem dificuldade para realizar esses tipos de financiamento, recorrendo aos empréstimos bancários clássicos.

II.4 - Financiamento via títulos de propriedade

A emissão de títulos de propriedade ainda é a forma menos utilizada de financiamento para as empresas brasileiras. Por conta dos altos custos que devem ser direcionados ao processo, seja com advogados, bancos de investimentos, corretora de valores, apenas empresas que atingem grande porte com faturamentos altíssimos têm a oportunidade de abrir seu capital no Brasil, enquanto as pequenas e médias empresas ainda optam pelo sistema de empréstimos diretos. Além disso, ainda existe por parte dos investidores em geral um alto nível de rejeição quanto a aplicações na bolsa de valores pelo alto nível de risco dos investimentos, o que dificulta a captação de recursos pelas empresas que optam por tal tipo de financiamento.

A bolsa brasileira ainda é embrionária quando comparada às outras grandes bolsas de valores do mundo. Por exemplo, no ano de 2018 até outubro, o volume captado com IPO e *follow ons* no país foi de R\$ 6,8 bilhões em um total de 3 IPOs. Já nos EUA, que possuem o mercado com maior volume de negociação e duas bolsas de valores enormes, a NASDAQ e a NYSE, o volume captado no ano foi de US\$ 43,8 bilhões, ou algo próximo a R\$ 170 bilhões sendo 157 IPOs de acordo com informações da *Ernest Young*. O volume americano representou 30% do total de captação no mundo, e o Brasil apenas 1,2%.

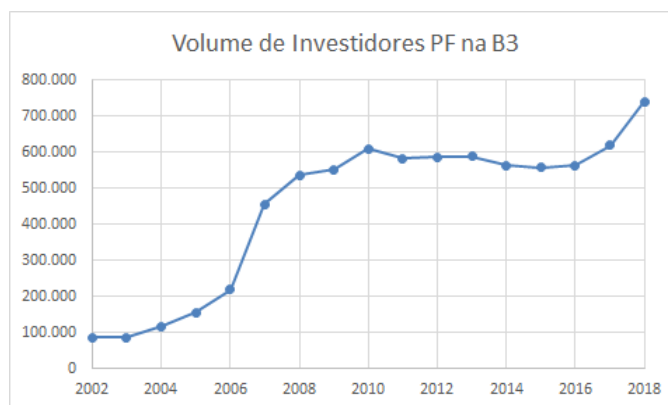
Gráfico 12: Volume de emissões de ações no Brasil.



Fonte: BM&FBovespa

A B3, que é a instituição que representa a bolsa de valores brasileira, vem atuando de forma a deixar o ambiente do mercado de ações cada vez mais didático a novos investidores, principalmente pessoa física, como afirma Gomes (2018). As mudanças regulatórias e criação de níveis de governança, como o Novo Mercado¹, buscam proteger os acionistas minoritários das influências que os controladores possuem nas empresas.

Gráfico 13: Número de Investidores PF na Bolsa Brasileira.



Fonte: B3

As corretoras de valores e instituições que realizam distribuição de títulos e valores mobiliários também têm atuado de forma a aproximar o investidor conhecido como “peixe pequeno” para a bolsa brasileira através de cursos, treinamentos e palestras sobre o mercado.

¹ Novo Mercado é o mais alto nível de governança da B3. Empresas que fazem parte deste nível são extremamente transparentes em relação à estratégias, situação financeira e proteção aos acionistas minoritários.

Essas medidas culminaram em um aumento de 870% no número de investidores PF em 16 anos. Apesar do aumento no número de investidores pessoa física, que já representam cerca de 98% dos investidores da bolsa brasileira, de acordo com os dados da B3, o nível de IPOs não mostra avanço efetivo e é fraco em comparação a mercados financeiros como o americano, conforme os números apresentados na página 37. No Brasil, em 2013, cerca de 0,2% da população investia na bolsa, enquanto nos EUA esse número chegava a 65% da população de acordo com reportagem da InfoMoney (2013). No ano de 2017, os recursos captados via IPOs e *follow-ons* correspondeu a apenas 2,5% do volume captado via concessões de crédito para pessoas jurídicas pelos bancos observados no gráfico 7.

Os fatores a seguir podem indicar possíveis explicações para esse fenômeno: seja a cultura e educação dos investidores, como explicado anteriormente; desempenho macroeconômico; custos e cultura de governança fraca. Em relação à instabilidade macroeconômica nos países emergentes, como o mercado de ações é muito influenciado pelas expectativas dos investidores, nesses países os fundamentos das empresas são ignorados devido à instabilidade. Mesmo que uma empresa tenha fundamentos sólidos, balanços saudáveis e retornos consistentes, uma instabilidade política, casos de corrupção e a própria expectativa econômica podem influenciar muito a volatilidade dos papéis no curto prazo. Os custos são representados pelo gasto que a empresa precisa realizar para divulgar suas informações ao mercado, seja em relação a demonstrações contábeis quanto ao atendimento junto à investidores e agentes *buy side e sell side*². Além disso, a empresa precisa estruturar uma política de distribuição de dividendos que seja clara junto ao mercado, já que, de acordo com Assaf Neto (2012), essa é uma das decisões mais importantes realizadas pela administração da companhia. Algumas empresas optam por não distribuir dividendos e direcionar os recursos em caixa para o reinvestimento, outras deixam registrado em estatuto a distribuição de 50% dos lucros do período e existem empresas que distribuem 100% dos seus lucros. A empresa não é necessariamente obrigada a expor sua política de dividendos, mas isso facilita a atração de investidores mais conservadores, que não possuem interesse apenas em lucrar com as variações de preço, os chamados especuladores. O *dividend yield* é o índice que mede o retorno calculado de acordo com os dividendos pagos por empresas da bolsa. Esse índice é calculado pelo dividendo pago por cada ação sobre o valor unitário por ação, como se estivesse dando a rentabilidade de cada unidade de papel que o investidor possui. A abertura de capital também

² *buy side* são agentes como fundos de investimentos, fundos de participação e gestoras de ativos. *sell side* são as corretoras e bancos que analisam as empresas e dão recomendações quanto à compra ou venda do papel dessas companhias.

incorre a novos custos para a companhia, já que a partir do momento no qual a empresa se torna pública, deveres devem ser cumpridos junto aos agentes de mercado e entidades reguladoras, com a criação de uma área de relacionamento com investidores e divulgações obrigatórias de balanços e resultados.

II.5 - Financiamento via lucro retido

Por fim, uma das formas mais utilizadas para financiamento das empresas é também a mais barata, a retenção de lucro líquido. De acordo com estudos do CODEMEC (2016), os recursos próprios foram responsáveis por 67,5% do financiamento das empresas brasileiras entre 2011 e 2014. Esse tipo de financiamento não contribui para aumentos nos níveis de endividamento da companhia e não consiste em uma obrigação de pagamento para a empresa, o que ocorre no financiamento via capital de terceiros. O lucro retido faz parte do capital próprio. Entretanto, nem todas as premissas de utilizar lucro próprio para financiamento representam benefícios. Existem alguns pontos negativos na utilização desse método para as empresas de capital aberto, já que o lucro líquido é utilizado na distribuição de dividendos aos sócios.

Empresas consideradas como boas pagadoras de dividendos possuem papéis atrativos no mercado se os seus fundamentos são bons, afinal, não é todo investidor de bolsa que deseja lucrar com a variação dos preços comprando papéis baratos e vendendo papéis caros. Existem investidores em bolsa que são mais conservadores e não desejam especular, o objetivo deles é ser sócio da empresa e como todo dono, receber parte dos lucros gerados por ela, distribuídos como dividendos. As empresas que destinam maiores volumes do seu lucro ao reinvestimento precisam distribuir menos dividendos aos seus acionistas, mas também ficam menos expostas ao endividamento externo.

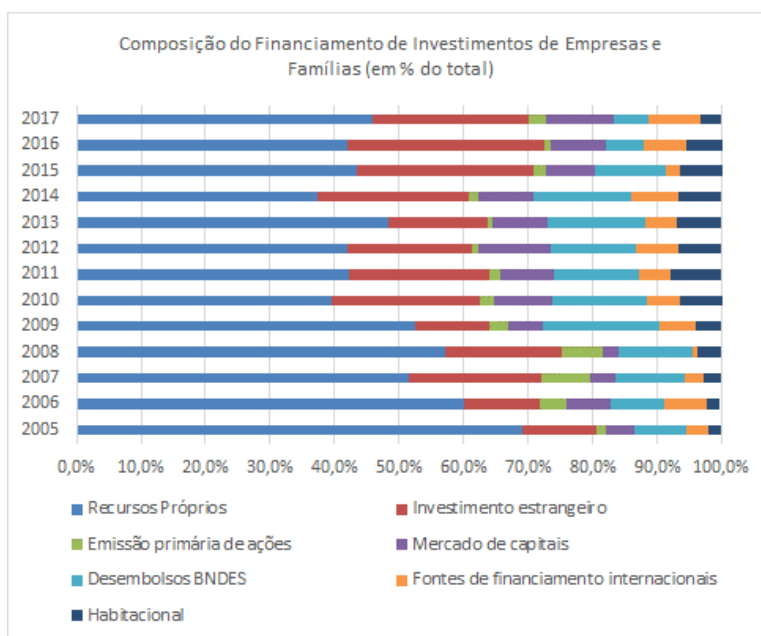
Ainda, de acordo com Assaf Neto (2009) em Barbosa (2015), a política de dividendos da empresa é definida pela porcentagem de lucro líquido distribuída aos acionistas, o chamado *payout*, que é representado em porcentagem. Quem define essa política é o Conselho de Administração da companhia. Empiricamente empresas menores que ainda estão em processo de maturação possuem políticas de dividendos mais restritas, já que necessitam da retenção dos lucros para reinvestimento. Empresas já maduras, com muito tempo de mercado e crescimento mais estável possuem políticas mais agressivas de dividendos.

Diamond (1991) defende que empresas menores tendem a reter mais seus lucros para reutilização via investimentos, já que possuem maior dificuldade para conseguir crédito devido à imaturidade dos seus negócios, e por consequência, da sua geração de caixa. Além das empresas pequenas, as companhias que atuam em setores de forte crescimento, como o tecnológico, também precisam manter altos níveis em caixa, de forma a ter agilidade para aproveitar oportunidades de investimentos que venham a surgir, sejam elas aquisições ou desenvolvimento de novos produtos e projetos. Empresas que atuam em setores mais cíclicos, como varejo e consumo, precisam de um nível de caixa alto que compense os riscos estruturais econômicos, precisando estar preparadas para momentos de crise. Isso mostra que além de fatores internos à firma, o setor no qual ela está inserida também pode ser considerado um dos determinantes de sua estrutura de capital.

As empresas grandes e já consolidadas possuem menos necessidade de manter níveis elevados de caixa, já que não têm dificuldades na obtenção de crédito no mercado e na geração de caixa para pagamento de dívidas. Empresas que atuam em setores nos quais o capital de giro não é tão alto, também não possuem necessidade de manter volumes altos em caixa, podendo distribuir bons níveis de dividendos.

O gráfico abaixo, elaborado pelo IEDI (2018), apresenta a composição do financiamento para investimentos por parte das empresas e das famílias no Brasil. Apesar de apresentar os dados combinados, o gráfico mostra que mesmo perdendo força nos últimos anos, os recursos próprios ainda são as principais fontes de investimentos para os brasileiros e, no caso das empresas, o lucro retido de resultados anteriores se mostra como a fonte preferida. Além disso, é possível observar a perda de força dos desembolsos do BNDES nos últimos anos, desembolsos esses que são direcionados apenas à pessoas jurídicas, auxiliando a observação de que o crédito direcionado vem perdendo força no país, e passa a se apresentar em menores níveis do que o mercado de capitais, mesmo que o último ainda apresente características de subdesenvolvimento quando comparado aos grandes mercados. O investimento estrangeiro também mostra participação considerável no financiamento das companhias, apesar das emissões de títulos em mercados externos ainda ter pouca força na decisão de financiamento das empresas, por ser restrita a grandes companhias, assim como o mercado de capitais.

Gráfico 14: Composição do financiamento de investimentos de empresas e famílias.



Fonte: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial

O capítulo 2 tem como principal contribuição expor os volumes relacionados às principais formas de financiamento das companhias brasileiras e a relação desses volumes com os contextos econômicos de crescimento e confiança por parte dos empresários.

CAPÍTULO III: PARTICULARIDADES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS NO BRASIL

O objetivo do último capítulo deste trabalho será entender os fatores estruturais específicos ao Brasil que definem a forma como as empresas brasileiras se financiam. A exposição de dados do capítulo anterior será utilizada como base empírica para explicação das variáveis, assim como a base teórica observada no capítulo 1 e a bibliografia apropriada para enriquecer o debate e estruturar a argumentação que dará fim a este trabalho.

No primeiro capítulo, foram expostas as duas principais teorias de estrutura de capital das empresas: *trade-off* e *pecking order*. As primeiras conclusões dos estudos de Modigliani e Miller, após a inserção dos impostos no modelo conclui que a empresa deveria tomar capital de terceiros emprestado de maneira indefinida, trabalhando em nível máximo de endividamento para ter o maior benefício possível, mas o modelo não estava levando em conta os custos em caso de falência. A empresa que é exageradamente exposta a dívidas corre o risco de não cumprir com suas obrigações e precisar vender seus ativos para honrar tais compromissos, até o ponto no qual ela encerra seu processo produtivo. Após passar a levar em conta tais custos, os estudos posteriores deram origem à teoria de *trade-off*. Nessa teoria a empresa busca um nível ótimo de endividamento equilibrando os benefícios fiscais da utilização do capital de terceiros com o consequente crescimento nos custos de falência. Nesse nível ótimo, a empresa contrai dívidas até o momento no qual os custos de falência se igualam aos benefícios fiscais da utilização do capital de terceiros, que seria o momento de a empresa travar seu processo de endividamento.

A teoria de *pecking order*, por sua vez, está relacionada aos custos transacionais de tomar dívida junto à terceiros e na assimetria de informação no mercado. A teoria baseada nas ideias de Myers e Majluf (1984) hierarquiza os custos em um processo de tomada de recursos junto aos bancos ou através da emissão de títulos de dívida, propriedade ou utilização de lucro retido, o caso no qual não há utilização do capital de terceiros. De acordo com a teoria, a forma mais barata de utilização de recursos para investimento são os recursos próprios, através da utilização de lucro dos outros resultados, que não passa nenhuma mensagem ao mercado que possa ter como consequência uma subavaliação no valor da empresa. Após a utilização de recursos próprios viriam os empréstimos bancários e a emissão de títulos respectivamente. A emissão de títulos seria o processo mais custoso para a companhia, e por isso, a última opção a

ser utilizada, atraindo apenas empresas que já são maduras o suficiente para arcar com esse tipo de operação. A assimetria de informações está relacionada à mensagem passada ao mercado de acordo com a opção de financiamento utilizada pela empresa. Um exemplo da teoria de assimetria de informações, de acordo com Brealey, Myers e Allen (2006) é observado em empresas que já possuem capital aberto e resolvem realizar uma operação de *follow on* para captação de novos recursos ao invés de emitir uma debênture, por exemplo. Isso indica que a projeção para os próximos resultados será negativa e a companhia espera dividir o prejuízo entre mais acionistas, de forma a prejudicar menos aqueles que já são sócios da empresa. Caso a empresa tivesse emitido debêntures, indicaria que ela está em busca de recursos, mas não deseja ter novos sócios, projetando resultados futuros positivos e concentrando o lucro nas mãos dos acionistas atuais.

Os primeiros trabalhos de Modigliani e Miller (1958) foram o início de um longo debate em relação à estrutura de capital, que é um dos principais temas das finanças corporativas. Após anos de pesquisas com diversos autores, as observações empíricas mostraram que não existe uma resposta certa para qual a estrutura de capital perfeita para uma empresa, já que cada empresa, país e setor possui um contexto único.

III.1 – Comparação com as teorias clássicas

De forma a avaliar a aplicabilidade das teorias clássicas de estrutura de capital à realidade brasileira, Catrib (2016) realiza uma análise das principais pesquisas feitas no Brasil que relacionam os fatores internos à firma ao seu nível de endividamento realizadas, tendo como base o referencial teórico da teoria de *trade-off* e *pecking order*. As principais variáveis internas à firma que foram observadas nas pesquisas, como exposto no capítulo 1, são as seguintes: rentabilidade, risco, tamanho, tangibilidade dos ativos e oportunidades de crescimento. A tabela 3, baseada no trabalho de Catrib (2016), indica qual comportamento dessas variáveis foi observado nas principais pesquisas realizadas tendo como base a estrutura de capital das empresas brasileiras e permite que façamos a comparação com a tabela 1 para entendermos se as variáveis internas possuem a relação esperada por Bastos e Nakamura (2009) ao nível de endividamento. A definição de medida para cada variável interna é realizada por Catrib (2016) no trabalho e explicada abaixo.

Tabela 3: Relação observada entre variáveis internas e nível de endividamento

	Relação observada entre variáveis internas e nível de endividamento				
	Rentabilidade	Risco	Tamanho	Tangibilidade	Oportunidades
Gomes (1999)	-	-	+	+	-
Gomes e Leal (2000)	-	NS	+	+	-
Perobelli e Famá (2002)	-	NS	-	NS	-
Moraes (2005)	-	NS	+	NO	NS
Brito e Corrar (2007)	NS	+	+	-	+
Favato (2007)	-	-	+	-	-
Nakamura et al (2007)	-	-	-	NO	-
Favato e Rogers (2008)	-	-	+	-	-
Kirch (2008)	-	NS	NS	+	-
Bastos e Nakamura (2009)	-	+	-	-	+
Pohlman e Iudícibus (2010)	-	NS	+	NS	NS

NS: Não significativa

NO: Não Observado

Fonte: Catrib (2016) e adaptado pelo autor

Os resultados mostram que, com exceção da variável independente de rentabilidade, definida pela relação entre Ebitda e ativo total, que se mostra inversa ao nível de endividamento em quase todos os trabalhos, convergindo para a teoria de *pecking order*, as outras variáveis não se mostraram unânimes em relação às duas teorias. A variável risco, definida pelo desvio padrão da rentabilidade dos últimos 3 anos, apresenta resultados dispersos, com dificuldade de identificação de uma tendência. A variável tamanho, definida pelo logaritmo natural da receita líquida, apesar de apresentar uma tendência para positividade da relação com o nível de endividamento, não mostra a mesma consistência da rentabilidade. A variável tangibilidade, definida pela soma do ativo imobilizado com os estoques dividida pelo ativo total, também se mostra bastante volátil em relação ao nível de endividamento e, por último, as oportunidades de crescimento, definidas pelo ativo total subtraído o patrimônio líquido e adicionado o valor de mercado sobre o ativo total, se aproximam de um resultado negativo, mas que não consegue ter a consistência que a variável rentabilidade apresentou. Diversos fatores podem ter sido responsáveis por essa heterogeneidade nos resultados observados, inclusive as amostras utilizadas, o que abre discussão para o objetivo deste capítulo, que é o debate em relação aos fatores externos às firmas que influenciam sua estrutura de capital. Condições de oferta e fatores institucionais à economia brasileira se mostram importantes na análise, o que leva à conclusão de que apesar das teorias formuladas se aproximarem da realidade em alguns pontos, não existe uma resposta simples e fixa que explique a estrutura de capital das companhias brasileiras.

É possível observar no capítulo 2 e no estudo acima que apenas os fatores internos à empresa, como seu tamanho, lucratividade, composição de ativos e valor de mercado, apesar de explicarem parte dos movimentos na composição da estrutura de capital, não são suficientes para gerar um padrão que seja fixo a todas as empresas em todos os sistemas econômicos do mundo. Cada país possui suas características particulares, de acordo com Booth (2001) que influenciam a estrutura de capital das empresas locais, especialmente em países emergentes. Faulkender e Petersen (2006), por exemplo, mostram em seus estudos que diversos autores observaram que empresas que atuavam em setores beneficiados pela questão fiscal, como defendia a teoria de *trade-off*, se encontravam em um nível de alavancagem menor do que o esperado e que um fator deveria ser levado em consideração na hora de entender a estrutura de capital das companhias: a oferta de crédito.

De acordo com Tarantin Júnior e Valle (2015), a estrutura de capital das empresas buscava ser explicada por fatores internos à companhia, como seu tamanho, setor, riscos e oportunidades de crescimento, mas as observações empíricas em diferentes países passaram a adicionar os fatores externos à análise. Neste sentido, questões como a oferta de recursos na economia, maturidade do mercado de capitais e subsídios governamentais, que costumam ser fatores estruturais, também influenciam as escolhas de financiamento das firmas.

III.2 - Características estruturais: oferta de crédito e fatores institucionais no Brasil

Apesar da discussão teórica em relação aos estudos de estrutura do capital ter evoluído durante os anos e as teorias geradas conseguirem se aproximar cada vez mais da realidade, as mesmas nem sempre parecem levar em conta que as características da oferta de crédito em determinado país e seus fatores institucionais são elementos que empiricamente se mostram fundamentais nas decisões de financiamento das empresas. Abaixo, é possível desenvolver uma aplicabilidade para o Brasil que leva em conta três fatores endógenos à economia do país que influenciam diretamente na estrutura de financiamento das companhias: a oferta de crédito e suas características, as taxas de juros subsidiadas via BNDES e o subdesenvolvimento do mercado de capitais. Tanto os juros subsidiados quanto o mercado de capitais ainda em menor maturidade são fatores institucionais ao país, e, portanto, não devem ser comparados com economias de mercado de capitais consideradas já desenvolvidas, como é o caso da americana.

Em relação à oferta geral de recursos, Faulkender e Petersen (2005) ressaltam que o nível de alavancagem da empresa não depende apenas de sua demanda por dívida, mas também das restrições à obtenção de recursos. Momentos de queda na confiança levam não só a quedas

generalizadas na demanda por crédito, mas também na oferta. Neste momento, empresas que precisam manter seu nível de financiamento precisam pagar mais caro por esse crédito. Ainda de acordo com Faulkender e Petersen (2005), empresas que têm acesso ao mercado de capitais, quando comparadas às empresas que não possuem tal fonte de financiamento disponível, trabalham com níveis mais altos de alavancagem. Além disso, como verificado no capítulo anterior, empresas menores tendem a captar recursos no mercado privado via empréstimos junto às instituições financeiras, devido aos altos custos de entrada no mercado de capitais e à dificuldade em atrair investidores. Leary (2009) também defende por meio de seus estudos, que alterações nos níveis de alavancagem e na composição das dívidas da companhia não dependem apenas de sua demanda por recursos, mas também pelas condições de oferta.

A oferta de recursos também é um fator determinante na estrutura de dívida das companhias em relação à heterogeneidade na captação de recursos. O trabalho de Nakamura e Póvoa (2014) tem uma interessante contribuição em relação à heterogeneidade da dívida de algumas empresas brasileiras. O estudo utiliza o índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) para analisar a composição da dívida das companhias. O índice vai de 0 a 1,0, onde uma empresa que utilizou apenas uma fonte de financiamento durante os anos estudados alcançaria valor 1,0, enquanto uma empresa que utilizou todas as fontes de financiamento listadas em igual proporção alcançaria um valor 0. Dessa forma, as empresas que tiveram índice maior ou igual a 0,7 foram consideradas homogêneas, enquanto as que tiveram índice menor do que 0,4 seriam consideradas heterogêneas fortes e as empresas com IHH entre 0,41 e 0,69, heterogêneas fracas.

Ao analisar 113 empresas atuantes no país na janela de 2007 a 2011, o estudo concluiu que a heterogeneidade de dívida, que significa uma grande variedade de fontes de financiamento na composição de dívida da companhia é maior em empresas maiores e com altas notas de *rating* de crédito. No estudo dos autores, 33,3% das empresas mostraram características homogêneas em sua dívida, com pouca variedade de fontes. A fonte que mais proveu recursos para essas empresas foi exatamente as instituições bancárias (73,7%), seguidas pelas linhas de crédito subsidiado (aproximadamente 20%) pelo governo. Além disso, essas empresas utilizavam em média 1,2 fontes de financiamento, enquanto as empresas de características heterogêneas utilizam 3,8 fontes diferentes de financiamento. Isso mostra que as empresas que não têm acesso ao mercado de capitais concentram seu financiamento na fonte que é mais simples em relação a custos transacionais e burocráticos. Esse fato corrobora com a tese de que empresas maiores conseguem ter acesso ao mercado de capitais, possuindo uma

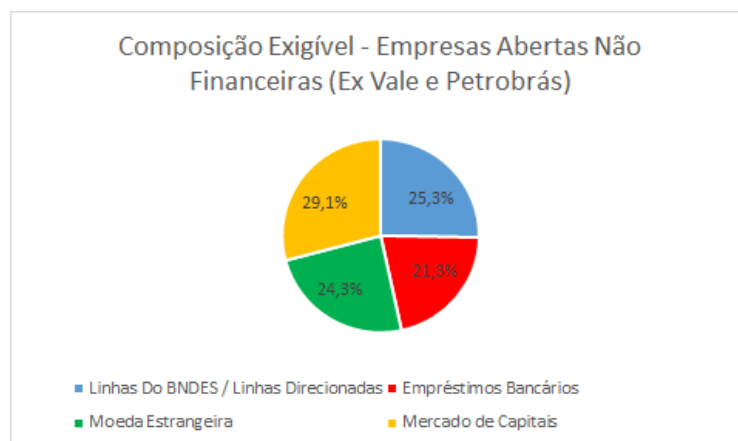
gama muito mais vasta de opções de financiamento, o que indica que a oferta de crédito e a capacidade da empresa em atrair investidores afeta a estrutura de capital.

Em relação às empresas que têm características heterogêneas fortes, e representaram 35,4% das empresas observadas, as fontes de recursos consideradas mais importantes, tendo como referência seu volume de utilização foram as dívidas bancárias, títulos corporativos, recursos do exterior e recursos com taxas subsidiadas, respectivamente. Mesmo entre as empresas que têm acesso a diversas fontes de financiamento, o crédito bancário se mostra a fonte mais demandada, mas de forma muito menos unânime do que em relação a empresas menores que em muitos casos têm apenas essa opção de financiamento. Chama atenção também o alto nível de demanda por crédito externo, praticados à menores taxas de juros, mas ainda assim, expostos às variações cambiais.

Nas empresas heterogêneas fracas, que foram 31% da amostra, a fonte de recursos bancária se mostrou novamente a mais utilizada, com mais força do que nas heterogêneas fortes, indicando a tendência de que quanto maior a empresa e mais heterogênea a característica da sua dívida, menos empréstimos junto a instituições financeiras ela demanda. As companhias desse grupo apresentaram em média 2,4 fontes de financiamento sendo utilizadas de forma simultânea.

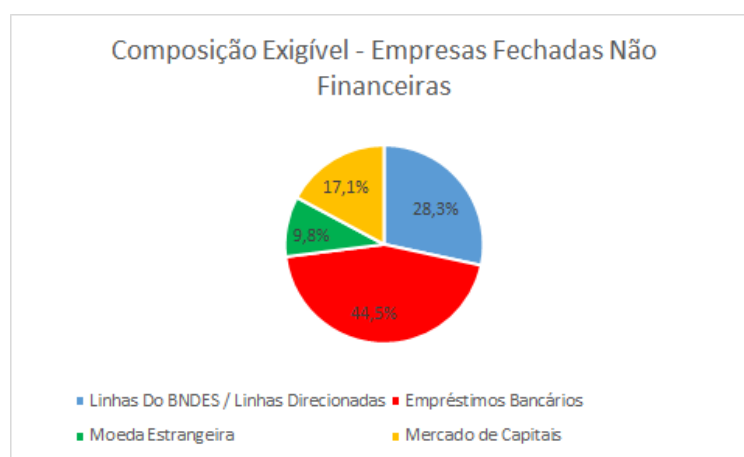
Um estudo do CODEMEC (2016) do IBMEC observou a composição do exigível financeiro de companhias abertas não financeiras (excluindo Vale e Petrobrás) e de empresas fechadas não financeiras em dezembro de 2013 para mostrar a diferença no perfil de financiamento entre os dois grupos. No grupo de companhias abertas não financeiras, 29,1% do exigível era relacionado a dívidas do mercado de capitais, 25,3% a linhas de crédito direcionado e BNDES, 24,3% a moeda estrangeira e 21,3% a empréstimos bancários. Já para as empresas fechadas não financeiras, 44,5% do exigível era referente a empréstimos bancários, 18,6% a linhas de crédito direcionado, 17,1% ao mercado de capitais e 9,8% a moeda estrangeira. Esse resultado converge com as afirmações feitas neste trabalho, de que empresas menores que costumam ser fechadas optam em maior parte pelo crédito simples bancários e pelas linhas de crédito direcionado, muitas vezes por serem as únicas opções disponíveis, enquanto empresas que atuam no mercado de capitais dão prioridade à essa modalidade.

Figura 2: Composição do Exigível – Empresas Abertas não Financeiras (Excluindo Vale e Petrobrás)



Fonte: CODEMEC (2016)

Figura 3: Composição do Exigível – Empresas Fechadas não Financeiras.



Fonte: CODEMEC (2016)

Dentro do contexto da oferta de crédito no Brasil, o primeiro fator institucional que se mostra extremamente relevante à oferta de crédito no país, por ser uma das formas de captação mais demandadas pelas empresas, inclusive de acordo com o trabalho realizado por Nakamura e Póvoa (2014) e que é considerado um fator institucional principalmente em países emergentes: o crédito direcionado. Essa categoria de crédito, que tem como características taxas de juros subsidiadas, possui uma forte presença entre as principais fontes de recursos tanto de companhias brasileiras grandes, quanto em pequenas e médias, sendo ofertado pelos bancos

públicos, mas especialmente pelo BNDES no caso brasileiro, no que diz respeito ao financiamento de investimentos nas empresas.

O BNDES atua na concessão de crédito para pequenas, médias e grandes empresas, particularmente em setores considerados estratégicos para a economia do país, além de possuir uma atuação anticíclica em momentos de crise de confiança, que como mostrados no capítulo anterior, influenciam diretamente a demanda e oferta de crédito no país. Apesar de existirem outros bancos públicos no Brasil, como a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil, o BNDES, como descrito em seu *site* oficial é o principal instrumento do Governo Federal na oferta de recursos de longo prazo para investimento nas mais diversas áreas da economia.

A Tabela 2 da página 32 mostra que o crédito livre nas concessões em 2018 no Brasil, de acordo com dados do Banco Central, possui prazo médio de 25 meses, ou aproximadamente 2 anos. Enquanto isso, o crédito direcionado possui um prazo médio de aproximadamente 102 meses, ou aproximadamente 8,5 anos. De acordo com dados da ANBIMA, as debêntures emitidas no ano de 2018 contam com vencimento médio de 6,2 anos, aproximadamente 4 anos a mais do que o crédito livre disponível junto às instituições bancárias. Os dados acima indicam que a contração de dívidas no mercado de capitais possui prazos maiores, uma das justificativas para empresas que possuem acesso a esse mercado optarem em maior medida por ele do que pelo mercado tradicional de crédito bancário, como afirmam Barclay e Smith Jr (1995). Uma dívida mais longa permite que as empresas façam melhor controle de geração de caixa em relação ao controle de dívidas, principalmente quando os recursos tomados têm como objetivo investimento em capacidade produtiva, que demanda maior tempo de maturação até gerarem rentabilidade. A tabela também mostra que o crédito direcionado possui taxas que em média são significativamente menores do que aquelas aplicadas nas operações de crédito livre para pessoas jurídicas.

As taxas subsidiadas ofertadas via BNDES acabam sendo uma alternativa mais cômoda em relação à captação de recursos no mercado de capitais, já que a abertura de capital é uma alternativa que ainda é considerada custosa às empresas, enquanto um crédito barato, simples e cedido pelo governo se mostra uma alternativa mais acessível para captação de recursos. Isso teria como efeito uma influência nas decisões de financiamento das empresas, principalmente por parte das menores, que não veriam necessidade em migrar para o mercado de capitais ou atingir os patamares de tamanho e rentabilidade necessários para atuação nesses mercados.

Apesar do importante papel do BNDES na economia brasileira, existe também uma discussão em relação à influência do crédito direcionado nos altos juros praticados no país. Schwartzman (2011) é um dos autores que afirmam que se o Banco Central praticasse uma taxa de juros que se aproxima da taxa de mercado, isso teria como consequência uma diminuição na demanda por crédito direcionado, devido ao aumento do custo, levando a um aumento da demanda por crédito livre. Isso faria com que uma maior parte do crédito praticado na economia fosse afetado pelas variações na taxa Selic e dessa forma, os juros praticados no país não precisariam ser tão altos para atingir a demanda agregada e enfrentar a inflação. Como o crédito direcionado é praticado a taxas muito menores do que as de mercado, aumentos pequenos na SELIC em caso de superaquecimento econômico e inflação, não conseguem afetar as taxas subsidiadas a ponto de enfraquecer a demanda, o que justificaria em parte que a taxa básica de juros no país seja praticada a níveis tão altos.

Ainda em relação às condições favoráveis do crédito direcionado, como fator institucional, Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1999, p. 304), afirmam que países que possuem fortes políticas de incentivo ao crédito acabam influenciando as decisões de financiamento das empresas, já que as condições extremamente favoráveis do crédito direcionado distorcem as condições do mercado. O trabalho de Albanez e Valle (2012), que tem como amostra empresas negociadas na B3 (na época chamada Bovespa) entre os anos de 1997 e 2007, busca compreender a influência dos fatores institucionais da economia brasileira sobre a assimetria de informações e a decisão de financiamento das empresas e conclui que muitas das empresas observadas optam por linhas de crédito em moeda estrangeira³, principalmente moedas de países que possuem taxas de juros menores, e por linhas de crédito em moeda nacional que possuem condições favoráveis em relação a juros e prazos, o que é o caso do crédito direcionado. O trabalho mostra que quanto maior a oferta desse tipo de linha de crédito no mercado, maior o número de empresas que se prestam a tomar esse tipo de dívida, exercendo influência direta nas decisões das empresas e colaborando com a tese de que os fatores institucionais que afetam a oferta de crédito também tem papel de protagonismo na formação da estrutura de capital das empresas. Além disso, companhias que não possuem visibilidade ou tamanho suficiente para ir ao mercado de capitais e ter sucesso na captação de recursos podem utilizar o crédito direcionado para fugir das altas taxas praticadas por bancos comerciais.

³ Apesar de não ter sido muito discutido nesse trabalho, algumas empresas brasileiras buscam recursos no exterior através de emissões de bonds, considerados títulos de dívida, emissão de ações ou de commercial papers, que são notas promissórias. As empresas buscam os recursos em países que possuem ambientes de juros e câmbio menos voláteis como os dos países emergentes, mas esse tipo de captação é restrito a grandes companhias.

De acordo com estudo do Centro de Estudos do Instituto IBMEC (CODEMEC), entre 2011 e 2014, o financiamento de investimentos via BNDES representou 15,9% do volume total de financiamento para investimento privado no Brasil e o mercado de capitais 10,0%. Os recursos próprios representaram 67,5%. Em relação ao exigível financeiro das empresas não financeiras, ou seja, as dívidas e obrigações que as empresas possuem, de acordo com o CODEMEC, em 2014, 33% do exigível era referente a crédito bancário livre, 32% era referente a crédito direcionado, 15,5% emissão de títulos no mercado de capitais, 12,2% no mercado internacional e 6,5% em outros tipos. Os dados acima fortalecem a tese de que o crédito direcionado influencia as decisões de financiamento das empresas, já que, caso essa categoria não existisse, as empresas buscariam formas alternativas de captar recursos.

Outro fator institucional considerado como um dos determinantes da oferta de crédito no Brasil e, como consequência, da decisão de financiamento das empresas é o subdesenvolvimento do mercado de capitais do país. O trabalho realizado por Tarantin Junior e Valle (2015) através de pesquisa aplicada em 95 companhias abertas brasileiras da B3 (na época BM&FBovespa) em 2012 concluiu que 45,7% dos montantes de dívidas estavam concentradas em dívidas geradas por empréstimos bancários. Vale ressaltar que para empresas que não têm acesso ao mercado de capitais, principalmente micro, pequenas e médias, esses valores são muito mais altos, já que elas não têm como alternativa a emissão de títulos de dívida ou propriedade. Diamond (1991) defende o ponto de que empresas menores precisam formar uma reputação de boas pagadoras, captando recursos, inicialmente, junto às instituições financeiras que praticam o crédito em mercado privado e com condições personalizadas. A partir do momento que essas companhias estabelecem essa reputação e passam a crescer, elas estarão prontas para aplicar maior transparência à sua situação financeira e terão maiores chances de atrair investidores no mercado de capitais e arcar com os custos desse tipo de operação.

Os dados do capítulo 2 mostram que o Brasil é um país no qual o financiamento via instituições financeiras possui um nível de demanda e volume maior do que fontes alternativas, como emissão de títulos de dívida e emissão de títulos de propriedade, mesmo tendo uma taxa de juros alta, o que encarece o crédito contratado via empréstimos bancários, principalmente quando comparado a países considerados desenvolvidos. Um dos principais causadores desse fato é o subdesenvolvimento do mercado de capitais, que não possui número suficiente de investidores propensos ao risco a fim de investir em empresas menores, que possuem menos transparência quanto a sua situação financeira.

Segundo o trabalho de Tarantin Junior e Valle (2015), o endividamento proveniente do mercado de capitais representou 20,8% do total de dívidas, com crescimento dos seus valores após o ano de 2009, principalmente por influência da Instrução CVM n. 476/2009 que “trata das ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários no mercado.” A instrução reduziu os custos de emissão para as companhias ofertantes de títulos, especialmente debêntures. Ainda assim, os números apresentados nos capítulos 1 e 2 mostram que o mercado de capitais brasileiro, em especial, a bolsa de valores ainda não desperta interesse na grande maioria dos poupadores do país, assim como ainda possui entraves à entrada de empresas menores nesse ambiente.

Costa (2009) defende que a economia brasileira não se caracteriza como uma economia de “mercado de capitais” devido ao constante cenário de instabilidade inflacionária, cambial e de juros, já que em ambientes desse tipo o investidor busca ativos de menor risco com remuneração estável, como os títulos públicos federais. Fatores como a estrutura tributária, custos para abertura de capital, o enfraquecimento dos acionistas minoritários, a facilidade das aplicações em renda fixa com boas rentabilidades devido aos altos juros e a intensa atuação de bancos públicos fornecendo crédito barato são apontados por diversos autores como causas endógenas para o subdesenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. O autor afirma que o desenvolvimento no Brasil se deu através de esforços do Estado em realizar investimentos nas indústrias consideradas “pesadas”, levando o setor privado a realizar investimentos considerados mais seguros, fazendo com que os investimentos de maior risco em tecnologia e patentes fossem realizados pelos estrangeiros, que traziam capital do exterior. Dessa forma, Costa (2009) afirma que não houve nenhum estímulo pelo lado da demanda, limitando as fontes de financiamento das empresas brasileiras ao crédito comercial que era suficiente para atender às demandas dos empresários.

Os trabalhos explorados mostram que as instituições financeiras em geral possuem maior flexibilidade na concessão de crédito junto aos seus devedores do que o mercado de capitais. Empresas pequenas, que não possuem reputação no mercado, têm maior dificuldade em despertar interesse nos investidores, seja transformando os mesmos em credores ou em proprietários. De acordo com os resultados observados por Faulkender e Petersen (2005), como as empresas têm dificuldade de passar de uma estrutura de endividamento focada no crédito via instituições financeiras para uma estrutura focada nos títulos de dívida do mercado de capitais, os impactos podem ser ainda maiores.

Observando os diversos resultados dos estudos apresentados, a conclusão alcançada é que no Brasil os fatores estruturais específicos do país influenciam na decisão de estrutura de capital das empresas, e que é possível observar resultados da teoria do *trade off* e de *pecking order* no financiamento das companhias, mas nenhuma delas se mostra extremamente sugestiva em relação às premissas teóricas. O momento econômico, o custo do crédito, a oferta de crédito na economia e o acesso que as companhias têm a essas fontes influenciam na opção de captação de recursos.

Além disso, países que possuem mercados de capitais mais desenvolvidos têm nessa forma de financiamento uma importante alternativa para captação de recursos de longo prazo. Mas, no Brasil, os altos encargos limitam a emissão de títulos, restringindo a captação de recursos, mesmo com as recentes medidas tomadas pelo governo e pelas instituições financeiras para estimular o crescimento do mercado de capitais no país, disponibilizando diversos materiais educacionais que buscam ajudar o investidor a compreender as dinâmicas e movimentos do mesmo. Tais gargalos fazem com que o BNDES seja o principal instrumento do governo, e talvez de toda economia brasileira, a disponibilizar recursos de longo prazo para pequenas, médias e grandes empresas a taxas de juros subsidiadas, medidas que afetam diretamente as decisões de financiamento das empresas e a estrutura das taxas de juros praticadas no mercado.

CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho foi tentar avaliar a importância da combinação entre os fatores institucionais inerentes à economia brasileira e as premissas das teorias de *trade-off* e *pecking order*, buscando compreender as decisões referentes à estrutura de capital das companhias do país.

Ao fim do trabalho, é possível concluir que apesar de algumas premissas relacionadas às teorias serem verificadas e levadas em consideração na decisão de financiamento das companhias, fatores que são determinantes nessa decisão são deixados de fora, particularmente fatores institucionais relacionados a países emergentes. Apesar das duas teorias considerarem que a opção de financiamento das empresas é definida apenas pela demanda por crédito, os dados expostos neste trabalho mostram que a oferta de crédito e o acesso que companhias de diferentes tamanhos possuem influencia diretamente no tipo de captação escolhido.

Fatores institucionais como a presença de bancos de desenvolvimento que ofertam crédito a taxa subsidiadas, com longos prazos e menores *spreads* em alguns casos se mostram uma melhor forma de financiamento para a empresa do que a utilização de lucros de períodos anteriores. A companhia pode distribuir esses lucros em formas de dividendos, satisfazendo seus acionistas ao invés de utilizar ele para reinvestimento, como defenderia a teoria de *pecking order*. O mercado de capitais, apesar de ser considerado uma das formas clássicas de financiamento, não se mostra acessível a todas as companhias brasileiras. No país, além do mercado ser subdesenvolvido e não possuir alto número de investidores dispostos a atuar nele, os custos burocráticos, financeiros e operacionais se mostram extremamente pesados para empresas menores terem condição de emitir títulos de dívida, o que acaba deixando os empréstimos bancários, como única forma de financiamento disponível para essas companhias, mostrando que a oferta de crédito e características institucionais influenciam diretamente essas decisões de financiamento.

Pelo fato de o Brasil ainda ter um histórico de alta volatilidade na taxa de juros e nos custos de crédito livre e subsidiado, em diversas pesquisas citadas nesse trabalho, fontes de financiamento externas também se mostraram importantes para algumas companhias. Com destaque para grandes empresas que conseguem ter acesso a diferentes mercados de capitais, situações macroeconômicas mais estáveis com juros mais baixos, mesmo em moedas estrangeiras, atraem as companhias brasileiras, o que não é mencionado dentro das duas teorias principais.

Em relação a teoria de *trade-off*, apesar da mesma defender um nível ideal de endividamento para as companhias, muitas empresas observadas apresentaram nível de alavancagem menor do que aquele que maximizava os benefícios fiscais, o que mostra que fatores externos, além dos custos de falência, definiam até qual ponto a empresa conseguia se alavancar. Além disso, mesmo em relação aos fatores internos às empresas, como tamanho, rentabilidade, risco, oportunidades de crescimento e tangibilidade dos ativos, um balanço de diversos trabalhos realizados com base em companhias brasileiras mostra que estatisticamente apenas a rentabilidade da companhia mostrou ter a relação esperada pelos teóricos em todas as observações empíricas. De acordo com a teoria de *pecking order*, quanto mais rentável a empresa, menos ela tem necessidade de se endividar. Essa relação se mostrou verdadeiro, de fato que no Brasil, as companhias que mais lucram preferem utilizar seus recursos próprios para reinvestimento. Apesar do resultado positivo em relação à rentabilidade, nenhuma das outras variáveis internas se tiveram resultado unânime, o que mostra que fatores externos à companhia influenciam a forma como ela gere sua estrutura de capital.

Portanto, é possível concluir que dificilmente será encontrada uma situação na qual todas as formas de financiamento estão disponíveis às companhias e não existem fatores institucionais que influenciam essas decisões, e com isso, fica extremamente difícil criar uma fórmula que representa a estrutura de capital perfeita para diversas empresas em qualquer economia do mundo em qualquer espaço temporal. Os debates já duram mais de 60 anos e em um mundo globalizado financeiramente, como o vivido nos dias de hoje, a tendência é de um desenvolvimento cada vez mais preciso em relação às teorias de decisões de financiamento. Neste trabalho, as teorias de *trade-off* e *pecking order* são utilizadas como foco por serem, no meio acadêmico, as mais representativas em relação às decisões de financiamento das empresas. Quanto aos desdobramentos dos fatores institucionais que observamos no Brasil e das condições na oferta de crédito, o tempo será o único agente capaz de mostrar se permanecerão como influências nas decisões das companhias, ou se serão superados pelas mesmas.

REFRÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGRAWAL, A., MANDELKER, G. **Managerial incentives and corporate investment and financing decisions**. The Journal of Finance. v. 17, no 4, september 1987.

ALBANEZ, T., CORRAR, L., VALLE, M. **Fatores institucionais e assimetria informacional: influência na estrutura de capital de empresas brasileiras**. São Paulo: Revista de Administração, Universidade Presbiteriana Mackenzie, v. 13, n. 2, Walter Bataglia (Ed.), p. 76-105, Março/Abril 2012.

ALBANEZ, T., VALLE, M. **Juros altos, fontes de financiamento e estrutura de capital: O endividamento de empresas brasileiras no período 1997-2006**. In: Encontro da ANPAD, 12, 2018, Rio de Janeiro. São Paulo: Revista de Contabilidade e Organizações, FEA-RP/USP, v. 6, n. 16, p. 49-72, Novembro 2012.

ALÉM, A., FERRAZ, J., MADEIRA, R. **A contribuição dos bancos de desenvolvimento para o financiamento de longo prazo**. Rio de Janeiro: Revista do BNDES, n. 40, 2013.

AMARAL P. **Decisões de financiamento em empresas brasileiras: uma comparação entre a static tradeoff e a pecking order theory no Brasil**. 2001. 96 f. USP. Ribeirão Preto, 2011.

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Disponível em: < <http://www.anbima.com.br/>>. Acesso em: 10 dez. 2018.

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **ANBIMA Data, do Registro ao Preço**. Disponível em: <<https://data.anbima.com.br/>>. Acesso em: 05 jan. 2019.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 2003. São Paulo: Atlas (Ed.), 3ª ed, 2009.

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 2006. São Paulo: Atlas (Ed.), 11ª ed, 2012.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 2003. São Paulo: Atlas (Ed.), 6ª ed, 2012.

B3 – Brasil Bolsa Balcão. Disponível em: < <http://www.b3.com.br/>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

BARBOSA, J., GOUVEIA, C., OLIVEIRA, M. **Retenção de lucros, investimentos em ativos permanentes e alavancagem financeira: um estudo com empresas de capital**. In: Congresso UFU de Contabilidade, 1, 2015, Uberlândia. UFU, Outubro 2015.

BARCLAY, J., SMITH JR, W., *The maturity structure of corporate debt*. The Journal of Finance, Vol 50, N 2, p. 609-631. Junho 1995.

BASSO, L. CORREA, C., NAKAMURA, W. **A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de pecking order e trade-off, usando panel data**. São Paulo: Revista de Administração, Universidade Presbiteriana Mackenzie, v. 14, n. 4, Walter Bataglia (Ed.), p. 106-133, Julho/Agosto 2013.

BASTOS, D., NAKAMURA, W. **Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais**. São Paulo: Revista de Administração, Universidade Presbiteriana Mackenzie, v. 10, n. 6, Walter Bataglia (Ed.), p. 47-77, Novembro/Dezembro 2009.

BASTOS, D., NAKAMURA, W. **Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006**. São Paulo: Revista Contabilidade & Finanças, USP, v. 20, n. 50, p. 75-94, Maio/Agosto 2009.

BCB – Banco Central do Brasil. **SGS – Sistema Gerador de Série Temporais – v2.1**. Disponível em: < <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/>>. Acesso em: 20 dez. 2018.

BMFBOVESPA, Instituto Educacional. **Programa de Qualificação Operacional**. 2016. Disponível em: < <https://fernandonogueiracosta.files.wordpress.com/2016/07/bmf-bovespa-apostila-pqo-programa-de-qualificac3a7c3a3o-operacional-agosto-2016.pdf>>. Acesso em: 13 set. 2018.

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/>>. Acesso em: 01 dez. 2018.

BOOTH, L. *et al.* **Capital Structures in Developing Countries**. São Francisco, Califórnia: The Journal of Finance, v. 56, n. 1, p. 87-130, Fevereiro 2001.

BRAGANÇA, G., PESSOA, M., SOUZA, G. **Evolução recente do mercado de debêntures no Brasil**: As debêntures incentivadas. Brasília: IPEA, n. 2158, Novembro 2015.

BREALEY, R.; MYERS, S.; ALLEN, F. **Principles of corporate finance**. 8. ed. Irwin: McGraw Hill, 2006.

CATRIB, J. *et al.* **A estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto: uma análise de seus determinantes**. Brasília: Economics and Politics Working Paper v. 67, Maio 2016.

CAMPOS, C. **Confronto das Teorias de Pecking Order e Trade-off**: Evidências com Base nas Companhias Brasileiras Abertas. 2008. 118 f. Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo, 2008.

CARVALHO, F. *et al.* **Economia Monetária e Financeira**: Teoria e Política. Campus (Ed.), 2ª ed, 2007.

CODEMEC. **Mercado de capitais no Brasil**. 2016. Disponível em: < <http://codemec.org.br/empresario/o-que-e-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-no-brasil/>>. Acesso em: 15 dez. 2018.

COSTA, F. **Comparando capitalismos financeiros**. Campinas: Instituto de Economia, UNICAMP, n. 160, Maio 2009.

COSTA, F., TORRES FILHO, E. **BNDES e o financiamento do desenvolvimento**. Campinas: Economia e Sociedade, v. 21, n. especial, p. 975-1009, Dezembro 2012.

DAVID, M. *et al.* **A retenção de lucros como forma de financiamento de investimentos: O caso VALE S/A**, 2013. Disponível em <www.convibra.com.br>

- DEMIRGÜÇ-KUNT, A., MAKSIMOVIC, V. *Institutions, financial markets, and firm debt maturity*. Journal of Financial Economics, v. 54, p. 295-336, 1999.
- DIAMOND, D. *Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt*. Chicago, Illinois: The Journal of Political Economy, Vol. 99, No. 4, pp. 689-721. Agosto, 1991.
- EY – Ernest and Young. *Global IPO trends: Q3 2018*. 2018. Disponível em: <https://www.ey.com/sg/en/services/strategic-growth-markets/ey-global-trends-ipo-report>. Acesso em: 20 set 2018.
- EXAME. **As 20 maiores bolsas do mundo**. 2017. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/mercados/as-20-maiores-bolsas-do-mundo/>>. Acesso em: 10 nov. 2018.
- FAULKENDER, M., PETERSEN, M. *Does the Source of Capital Affect Capital Structure?*. The Review of Financial Studies, Oxford University Press, v. 19, n. 1, p. 45-79, Outubro, 2005.
- FAVATO, V. **Determinantes da Estrutura de Capital na América Latina e nos Estados Unidos**. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2007.
- FAVATO, V.; ROGERS, P. **Estrutura de Capital na América Latina e nos Estados Unidos: Uma análise de seus determinantes e efeito dos sistemas de financiamento**. Gestão e Regionalidade, São Caetano do Sul, 24(71), p. 31-43, 2008.
- FROYEN, R. **Macroeconomia**. 2003. São Paulo: Saraiva (Ed.), 5ª ed, 2010.
- GOMES, D. **Por que poucas empresas abrem capital no Brasil? The BR IPO syndrom!**. 2018. Disponível em: <https://saasholic.com/por-que-poucas-empresas-abrem-capital-no-brasil-ed3b5af77356>. Acesso em: 20 out. 2018.
- GOMES, G. L. **Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores**. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1999.
- IEDI. **O futuro do BNDES e do mercado de capitais no Brasil**. Disponível em: <https://iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_873.html> Carta IEDI, Ed. 873, Agosto de 2018. Acessado em: 23/01/2019
- INFOMONEY. **Tem mais brasileiros na cadeia do que na bolsa; Por que tanta aversão ao mercado acionário?** 2013. Disponível em: < <https://www.infomoney.com.br/blogs/fora-do-mercado/blog-da-redacao/post/3071109/tem-mais-brasileiros-cadeia-que-bolsa-por-que-tanta-aversao>>. Acesso em: 22 de jan. 2019.
- JENSEN, M., MECKLING, W. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure*. Rochester: University of Rochester, Julho, 1976.
- KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. Trad. Mário R. da Cruz. São Paulo, Atlas. 1982.
- KIRCH, G. **Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto**. In: ConTexto, Porto Alegre, 8 (13), 2008.

- LEARY, M. *Bank Loan Supply, Lender Choice, and Corporate Capital Structure*. São Francisco, Califórnia: The Journal of Finance, v. 64, n. 3, p. 1143-1185, Junho 2009.
- LOURENÇO, A. **O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade**. Campinas, São Paulo: Economia e Sociedade, Campinas, v. 15, n. 3 (28), p. 445-474, dez. 2006
- MELO, G., TARANTIN JÚNIOR, W. **Padrão de Financiamento das Empresas Privadas no Brasil**. Brasília: IPEA, n. 653, Junho 1999.
- MINSKY, Hyman P. **John Maynard Keynes**. Nova York: Columbia University Press, 1975
In: LOURENÇO 2006.
- MODIGLIANI, F., MILLER, M. *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. The American Economic Review, v. 53, n. 3, p. 433-443, Junho 1963.
- MODIGLIANI, F., MILLER, M. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review, v. 48, n. 3, p. 261-297, Junho 1958.
- MORAES, E.G. **Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Listadas na Bovespa**. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2005.
- MOTA, A., NAKAMURA, W. **Decisões de Estrutura de Capital de Empresas Brasileiras: Um estudo empírico**. São Paulo, Universidade Prebiteriana Mackenzie, 2007.
- MYERS, S. *The Capital Structure Puzzle*. São Francisco, Califórnia: The Journal of Finance, v. 39, n. 3, p. 575-592, Julho, 1984.
- MYERS, S., MAJLUF, N. *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have*. North Holland: Journal of Financial Economics 13, p. 187-221, Fevereiro, 1984.
- NAKAMURA, W., PÓVOA, A. **Homogeneidade Versus Heterogeneidade da Estrutura de Dívida: Um Estudo com Dados em Painel**. São Paulo: Revista Contabilidade & Finanças, USP, v. 25, n. 64, p. 19-32, Janeiro/Fevereiro/Março/Abril 2014.
- NAKAMURA, W. T. et al. **Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003**. Revista Contabilidade & Finanças, 18(44), p. 72-85, 2007.
- PEROBELLI, F. F. C. O.; FAMÁ, R. **Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras**. RAusp - Revista de Administração da USP, São Paulo, 37 (3), p 33-46, 2002.
- POHLMANN, M. C.; IUDÍCIBUS, S. **Relação entre a tributação do lucro e a estrutura de capital das grandes empresas no Brasil**. Revista de Contabilidade & Finanças. São Paulo, 21(53), p45- 58. 2010.
- RAJAN, R., ZINGALES, L. **What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data**. São Francisco, Califórnia: The Journal of Finance, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, Dezembro 1995.

SCHWARTSMAN, A. **Sobre Jabutis e Jabuticabas**. São Paulo: Jornal Valor Econômico, Julho 2011.

TARANTIN JUNIOR, W., VALLE, M. **Estrutura de capital: o papel das fontes de financiamento nas quais companhias abertas brasileiras se baseiam**. São Paulo: Revista Contabilidade & Finanças, USP, 2015.

TESOURO NACIONAL. **Histórico de preços e taxas dos títulos emitidos**. Disponível em: <<https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2031:2:.....>> Acesso em: 20 de dez. 2018

TORRES FILHO, E. **Crédito Direcionado e Direcionamento do Crédito: Situação Atual e Perspectivas**. Rio de Janeiro: Revista do BNDES, v. 13, n. 25, p. 35-50, Junho 2006.

WASQUES, R. **O Investimento em Keynes: Elo entre o curto e o longo prazos e crítica à neutralidade da moeda**. Mato Grosso: Revista de Estudos Sociais, UFMT, v. 18, n. 37, UFMT (Ed.), p. 114-129, 2016.